

172949

**ABD VE TÜRK HUKUKLARINDA
GAYRİMENKUL YATIRIM
ORTAKLIKLARI**

**Hülya GÖKTEPE
(Doktora Tezi)
Eskişehir-2003**

**ABD VE TÜRK HUKUKLARINDA
GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI**

Hülya GÖKTEPE

DOKTORA TEZİ

İşletme Anabilim Dalı

Danışman: Doç. Dr. Ayşe Tülin YRK

Eskişehir

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Ocak 2003

DOKTORA TEZ ÖZÜ

ABD VE TÜRK HUKUKLARINDA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI

Hülya GÖKTEPE

İşletme Anabilim Dalı

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ocak 2003

Danışman: Doç. Dr. Ayşe Tülin YÜRÜK

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 sermaye piyasası kurumlarıdır. Hem gayrimenkul hem de finans sektöründe yer alırlar.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları ilk kez 1960'lı yıllarda ABD'de Ulusal Gelir Kanunundaki değişiklik ile ortaya çıkmışlardır. Türkiye'de ise, ilk olarak 1995 yılında Sermaye Piyasası Kanununda yapılan değişiklik ve buna bağlı olarak çıkarılan Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği ile düzenlenmişlerdir. Bu ortaklıkların faaliyete geçmesiyle birlikte uygulamadan gelen sorunlar ve ihtiyaçlar göz önünde bulundurularak, 1998 yılında, 23517 sayılı resmi gazetede yayınlanan Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VI, No:11 sayılı tebliği ile ilk yayınlanan tebliğ yürürlükten kaldırılmıştır.

Bu çalışmada, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının hukuki yapısı, kuruluş esasları, faaliyet esasları, yönetimleri ve sona ermeleri ile ilgili hukuki düzenlemeler

ABD Hukuku ve Türk Hukuku açısından mukayeseli olarak incelenmiştir. Ayrıca, Türkiye'de uygulamada karşılaşılan hukuki sorunları belirlemek ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin hukuki düzenlemelerin bu sorunlara ne ölçüde cevap verdiğini tespit edebilmek amacıyla, hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları üzerinde bir araştırma yapılmıştır. Böylece Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile ilgili düzenleme getiren kanunlarda değişiklik yapılması istenen konular belirlenerek, öneriler sunulmuştur. Yapılan araştırma ile gayrimenkul yatırım ortaklıklarının hukuki düzenleme dışında karşılaştıkları sorunlar da tespit edilmiştir.

ABSTRACT

REAL ESTATE INVESTMENT COMPANIES IN AMERICAN AND TURKISH LAW

Hülya GÖKTEPE

Department of Business Administration

Anadolu University Social Science Institute, January 2003

Advisor: Doç. Dr. Ayşe Tülin YÜRÜK

Real estate investment companies are able to invest in real estates, securities related to real estates, real estate projects, real estate rights and other securities. In able to make certain projects, real estate investment companies which are capital markets institutions, can establish ordinary partnership. They are placed in real estate and finance sectors.

REICs are first set up with the amendment of Internal Revenue Code in USA 1960's. It was with the amendment of Capital Markets Law and the official publication by the Capital Markets Board in 1995 of the Notification of Establishment of Real Estate Investment Trusts that REICs come into being in Turkey. In a response to problems and needs that arose with the operations of these companies, a new notification was published that replaced the are published in 1998 in the Official Gazette of the Republic of Turkey (no:23517).

In this study, REICs are examined according to the investment companies, legal status, establishment and operation requirements, management and laws related to terminating companies and also American and Turkish Law is compared according to the regulations. Apart from these, unable to find out legal problems that can be come acrossed during the operations and if REICs' regulations can solve these problems, a research done about REICs' listed İstanbul Stock Exchange. Hence, subjects related to the regulations and change about REICs and Notification of Establishment Real Estate Investment Trusts are determined and proposals related to regulations and changes are submitted. Also with the research related to REICs' problems excluded legal issues are determined and discussed.

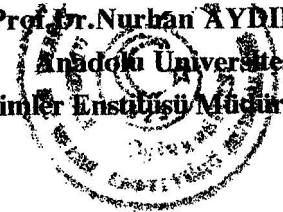
JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Hülya GÖKTEPE'nin "ABD ve Türk Hukuklarında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları" başlıklı tezi 27 Mart 2003 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca, İşletme (İşletme Hukuku) Anabilim Dalında Doktora tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

İmza

Üye (Tez Danışmanı) : Doç.Dr.Ayşe Tülin YÜRÜK
Üye : Prof.Dr.Akar ÖCAL
Üye : Prof.Dr.Nurhan AYDIN
Üye : Prof.Dr.Yılmaz ASLAN
Üye : Yrd.Doç.Dr.Neval OKAN

Prof.Dr.Nurhan AYDIN
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü



İÇİNDEKİLER

Sayfa

ÖZ	ii
ABSTRACT.....	iv
JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI.....	vi
ÖZGEÇMİŞ.....	vii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xv
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASASI KURUMLARI VE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI

1. SERMAYE PİYASASI KURUMLARI.....	3
1.1. Aracı Kurumlar	4
1.2. Yatırım Fonları	6
1.3. Yatırım Ortaklıkları	8
1.3.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları.....	10
1.3.2. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları.....	10
1.4. Sermaye Piyasasında Faaliyet Göstermesine İzin Verilen Diğer Kurumlar	12
2. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ DİĞER SERMAYE PİYASASI KURUMLARI İLE KARŞILAŞTIRILMASI.....	13
2.1. Aracı Kurumlarla Karşılaştırılması.....	13
2.2. Yatırım Fonları İle Karşılaştırılması	14
2.3. Diğer Yatırım Ortaklıkları ile Karşılaştırılması.....	15
3. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ TANIMI VE UNSURLARI.....	16
3.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tanımı	16
3.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Unsurları.....	17
3.2.1. Ortaklığın Gayrimenkule İlişkin Bir Portföye Sahip Olması ..	17
3.2.1.1. Portföy ve İçeriği.....	17
3.2.1.2. Portföyün Oluşturulma Zamanı.....	19

3.2.1.3. Ortaklığın Birden Çok Portföyü Olamaması.....	20
3.2.2. Portföyün Bizzat GYO Tarafından İşletilmesi.....	20
3.2.3. Ortaklığın Halka Açık ve Kayıtlı Sermayeli Bir Anonim Ortaklık Olması.....	21
4. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ TARİHİ GELİŞİMİ.....	22
4.1. ABD'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi	22
4.2. Almanya'da Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi	25
4.3. İsviçre'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi	27
4.4. Avrupa Birliği'nde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	27
4.5. Türkiye'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi	29
5. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ ÖNEMİ VE FAYDALARI.....	30
5.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Önemi.....	30
5.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Faydaları.....	32
5.2.1. Ülke Ekonomisine Sağladıkları Faydalar.....	32
5.2.2. Yatırımcılara Sağladıkları Faydalar.....	34
6. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ FAALİYET İLKELERİ.....	35
6.1. Riskin Dağıtılması İlkesi.....	35
6.2. Uzman Bir Kadro İle Portföyün Yönetilmesi İlkesi	36
6.3. Kamuyu Aydınlatma İlkesi.....	36
7. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ SINIFLANDIRILMASI.....	37
7.1. Gelir Kaynaklarına Göre.....	37
7.1.1. Özsermayeye Dayalı GYO'lar	37
7.1.2. İpoteğe Dayalı GYO'lar	38
7.1.3. Karma GYO'lar	40
7.2. Faaliyet Sürelerine Göre.....	40
7.2.1. Belirli Süreli GYO'lar (Finite Life REİTs).....	40
7.2.2. Belirsiz Süreli GYO'lar (Non-Finite Life REİTs).....	41
7.3. Yatırım Yaptıkları Gayrimenkullerin Türüne Göre.....	41
7.4. Finansal Kaldıraç Oranının Düşük veya Yüksek Olmasına Göre	42
7.5. Kapsamının Tanımlanmış Olup Olmamasına Göre.....	42
7.6. İlave Senet İhraçlarına Göre	42
7.7. Yatırım Yapılan Coğrafi Bölgeye Göre.....	43
7.8. Halka Açık Olup Olmamasına Göre	43

İKİNCİ BÖLÜM

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARINA UYGULANACAK HÜKÜMLER VE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ HUKUKİ YAPISI

1.	GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARINA UYGULANACAK HÜKÜMLER.....	44
1.1.	ABD Hukukunda	44
1.1.1.	Federal Kanunlarda Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	44
1.1.1.1.	Ulusal Gelir Kanunu (Internal Revenue Code, IRC) .	44
1.1.1.2.	Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act)	45
1.1.1.3.	Menkul Kıymetler Borsa Kanunu (Exchange Act).....	46
1.1.1.4.	Yatırım Ortaklıkları Kanunu.....	47
1.1.2.	Eyalet Kanunlarında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları.....	48
1.2.	Türk Hukukunda.....	49
1.2.1.	Sermaye Piyasası Kanunu ve İlgili Tebliğlerde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları.....	49
1.2.2.	Diğer Kanunlarda Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarıyla İlgili Hükümler	50
1.2.2.1.	Medeni Kanun	50
1.2.2.2.	Borçlar Kanunu	51
1.2.2.3.	Türk Ticaret Kanunu	51
1.2.2.4.	Diğer Kanunlar	51
2.	GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ HUKUKİ YAPISI..	51
2.1.	ABD Hukukunda	51
2.1.1.	Anonim Ortaklık Şekli	52
2.1.2.	Trust Şekli.....	53
2.1.3.	Şemsiye Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (Umbrella Partnership Real Estate Investment Trust-UPREİT).....	55
2.1.4.	Downreit.....	56
2.2.	Türk Hukukunda.....	57

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ KURULUŞ, İŞLEYİŞ VE SONA ERİŞLERİ

1.	GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ KURULUŞ ŞARTLARI VE AŞAMALARI.....	58
----	---	-----------

1.1.	ABD Hukukunda Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş Şartları.....	58
1.1.1.	Yapısal Şartlar.....	58
1.1.2.	Sermayeye İlişkin Şartlar.....	61
1.2.	Türk Hukukunda Gayrimenkul Yatırım Ortaklarının Kuruluş ve Dönüşüm Şartları ve Aşamaları.....	61
1.2.1.	Kuruluş ve Dönüşüm Şartları.....	61
1.2.1.1.	Ortaklığın Kayıtlı Sermayeli Bir Anonim Ortaklık Olması.....	61
1.2.1.2.	Ortaklığın Çıkarılmış Sermayesinin En az %49'u Oranındaki Hisse Senetlerini Halka Arz Etmesi	62
1.2.1.3.	Başlangıç Sermayesinin Kurulca Belirlenen Miktardan Az Olmaması	63
1.2.1.4.	Hisse Senetlerinin Nakdi ve/veya Ayni Sermaye Karşılığı Çıkarılmış Olması.....	64
1.2.1.5.	“Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı” İbaresinin Ortaklığın Ticaret Unvanında Yer Alması	65
1.2.1.6.	Portföy İşletmeciliği Faaliyetinde Bulunmak Üzere Kurula Başvurulmuş Olması.....	66
1.2.1.7.	Kurucu Ortaklardan veya Mevcut Ortaklardan En Az Birisinin Lider Girişimci Olması	66
1.2.1.8.	Kurucuların Belirli Niteliklere Sahip Olması	67
1.2.1.9.	Esas Sözleşmelerinin Kanun ve Tebliğ Hükümlerine Uygun Olması.....	68
1.2.1.10.	SPK'nın Uygun Görüşünün Alınması	68
1.2.2.	Kuruluş ve Dönüşüm Aşamaları.....	69
1.2.2.1.	Esas Sözleşmenin veya Esas Sözleşme Değişikliği Metninin Hazırlanması.....	69
1.2.2.2.	Sermaye Piyasası Kuruluna Başvurulması	69
1.2.2.3.	Bakanlığa Başvurulması	70
1.2.2.4.	Ticaret Siciline Tescil ve İlan.....	70
2.	GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ FAALİYETE GEÇME ŞARTLARI.....	70
2.1.	ABD Hukukunda	70
2.1.1.	Menkul Kıymet İhracı İçin 1933 Tarihli Federal Menkul Kıymetler Kanununa Göre SEC'e Kayıt Olma.....	70
2.1.2.	1934 Tarihli Menkul Kıymetler Borsa Kanununa Göre İlgili Borsa ve SEC'e Kayıt Olma	72
2.1.3.	Eyalet Menkul Kıymetler Kanunlarının Gereklerine Uyma ...	73
2.1.4.	Halka Arz İşlemleri (Public Offering)	73
2.2.	Türk Hukukunda.....	75
2.2.1.	Gerekli Mekan, Donanım, Personel, Organizasyon ve Portföyün Oluşturulması.....	75

2.2.2.	Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınması.....	75
2.2.3.	Halka Arz İşlemleri	77
2.2.4.	Borsada Kotasyon.....	78
3.	GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ FAALİYET ESASLARI	78
3.1.	ABD Hukukunda	78
3.1.1.	Gelire İlişkin Esaslar	78
3.1.1.1.	Gelirinin %75'inin Belirli Gelirlerden Oluşması Şartı.....	78
3.1.1.2.	Gelirinin %95'inin Belirli Gelirlerden Oluşması Şartı.....	80
3.1.2.	Varlıklara İlişkin Esaslar	80
3.1.3.	Kâr Payının Dağıtımına İlişkin Esaslar	83
3.2.	Türk Hukukunda	83
3.2.1.	Yatırımlar ve Portföy Yönetimine İlişkin Esaslar	83
3.2.1.1.	GYO'ların Faaliyet Kapsamı.....	83
3.2.1.2.	GYO'ların Yapamayacakları Faaliyetler.....	84
3.2.1.3.	Yatırım Faaliyetleri.....	85
3.2.1.3.1.	Yatırımlara İlişkin Yasaklar	86
3.2.1.4.	Portföy Sınırlamaları.....	87
3.2.1.4.1.	Portföye Alınabilecek Mutlak Haklar.....	88
3.2.1.4.2.	Portföy Yönetimine İlişkin Diğer Esaslar	89
3.2.2.	Portföydeki Varlıkların Değerlendirilmesi.....	91
3.2.3.	Kâr Payının Dağıtımına İlişkin Esaslar	93
4.	GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ YÖNETİMİ VE YÖNETİM İLE İLGİLİ KİŞİ VE KURULUŞLAR	94
4.1.	Yönetim Biçimleri	94
4.1.1.	ABD Hukukunda	94
4.1.1.1.	İçten Yönetim	95
4.1.1.2.	Yöneticilerin Hakları ve Borçları	100
4.1.1.2.	Dıştan Yönetim.....	101
4.1.2.	Türk Hukukunda.....	103
4.1.2.1.	Yönetim Kurulu	103
4.1.2.2.	Yönetim Kurulunun Görev ve Yetkileri.....	104
4.1.2.3.	Yöneticilerin Hakları ve Borçları	106
4.2.	Yönetim İle İlgili Kişi ve Kuruluşlar	107
4.2.1.	ABD Hukukunda	107
4.2.1.1.	Yatırımcılar (Pay Sahipleri/Katılma Belgesi Sahipleri).....	107
4.2.1.2.	Yatırımcıların Hakları, Borçları ve Korunması	108

4.2.2.	Türk Hukukunda.....	110
4.2.2.1.	Yatırımcılar	110
4.2.2.2.	Yatırımcıların Hakları, Borçları, Korunması.....	110
4.2.2.3.	Danışman Şirket.....	112
4.2.2.4.	Ekspertiz Şirketi.....	112
4.2.2.5.	İşletmeci Şirket.....	113
4.2.2.6.	Müteahhit	113
5.	GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ DENETİMİ	113
5.1.	ABD Hukukunda	113
5.1.1.	İç Denetim	114
5.1.2.	Dış Denetim.....	115
5.2.	Türk Hukukunda.....	117
5.2.1.	Ticaret Kanununun Öngördüğü Denetim	118
5.2.1.1.	İç Denetim	118
5.2.1.2.	Dış Denetim	118
5.2.2.	Sermaye Piyasası Mevzuatının Öngördüğü Denetim.....	119
5.2.2.1.	SPK Denetimi.....	119
5.2.2.2.	Bağımsız Denetleme Kuruluşlarınca Yapılan Denetim	120
6.	GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ SONA ERMESİ... 121	
6.1.	ABD Hukukunda	121
6.1.1.	Sona Erme.....	121
6.1.2.	Tasfiye.....	123
6.2.	Türk Hukukunda.....	123
6.2.1.	Sona Erme.....	123
6.2.2.	Tasfiye.....	124

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ VE GYO SEKTÖRÜNÜN MEVCUT DURUMU, GYO'LARA İLİŞKİN MEVZUATIN YETERLİLİĞİNİN BELİRLENMESİNE YÖNELİK ARAŞTIRMA

1.	TÜRKİYE'DE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ	127
2.	TÜRKİYE'DE GYO SEKTÖRÜ	128
3.	GYO'LARA İLİŞKİN MEVZUATIN YETERLİLİĞİNİN BELİRLENMESİNE YÖNELİK ARAŞTIRMA.....	130
3.1.	Araştırmanın Amacı	130
3.2.	Araştırmanın Önemi.....	130
3.3.	Araştırma Yöntemi	131
3.4.	Verilerin Analiz Edilmesi.....	132
3.5.	Bulgular ve Değerleme.....	133
3.5.1.	Araştırmanın Genel Bulguları ve Değerleme	133

3.5.1.1. Anket Formunu Cevaplandıran Kişilerin Özellikleri.....	133
3.5.1.2. Araştırma Kapsamındaki GYO'ların Özellikleri	134
3.5.2. GYO Tebliğinin Yeterliliği ve Kullanılma Düzeyi İle ilgili Bulgular ve Değerleme	134
3.5.3. GYO Tebliğinin Düzenlemeleriyle İlgili Bulgular ve Değerleme	135
3.5.3.1. Kuruluş ve Dönüşüm Şartları, Kurucuların Nitelikleri ve Lider Girişimciye İlişkin Bulgular	135
3.5.3.2. Yönetim Kurulu Üyeleri, Denetçiler ve Bağımsız Yönetim Kurulu Üyelerine İlişkin Bulgular	136
3.5.3.3. GYO'ların Yapabilecekleri ve Yapamayacakları Faaliyetler ve Yatırımlarına İlişkin Bulgular	137
3.5.3.4. Portföye İlişkin Bulgular	139
3.5.3.5. Kredi Kullanımı ve Borçlanma Sınırlarına İlişkin Bulgular.....	140
3.5.3.6. Portföy Değeri Tablosuna İlişkin Bulgular	141
3.5.3.7. Gayrimenkul Değerleme ve Ekspertiz Şirketlerine İlişkin Bulgular	141
3.5.3.8. Tebliğ Düzenlemeleriyle İlgili Bulguların Değerlemesi	142
3.5.4. GYO'larla İlgili Kanunlara İlişkin Bulgular ve Değerleme...	144
3.5.5. GYO Sektörünün Sorunlarıyla İlgili Bulgular ve Değerleme	146
SONUÇ	150
EKLER	156
KAYNAKÇA	169

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
a.g.e.	: Adı geçen eser
AMEX	: American Exchange – Amerikan Borsası
AO	: Anonim Ortaklık
b	: Bent
c	: Cilt
f	: Fıkra
GYO	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları
GYO'lar	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları
GYODER	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Derneği
GYOT	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği
HAAO	: Halka Açık Anonim Ortaklık
IRC	: Internal Revenue Code (ABD Ulusal Gelir Kanunu)
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAGG	: Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (Alman Yatırım Ortaklıkları Kanunu)
KHK	: Kanun Hükmünde Kararname
m	: Madde
MK	: Medeni Kanun
NAREIT	: National Association of Real Estate Investment Trust (ABD Ulusal Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Birliği)
NASAA	: North American Securities Administrators Association (Kuzey Amerika Menkul Kıymet Yöneticileri Birliği)

NASD	: National Association of Securities Dealers (ABD Ulusal Menkul Kıymet Aracıları Birliği)
NASDAQ	: National Association of Securities Dealers Automated Quotations (ABD Ulusal Menkul Kıymet Aracıları Birliği Otomatik Kotasyon Sistemi)
NYSE	: New York Securities Exchange (New York Menkul Kıymetler Borsası)
REICs	: Real Estate Investment Companies (Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları)
REIT	: Real Estate Investment Trust (Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı)
RG	: Resmi Gazete
RSYO	: Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı
S	: Sayı
S	: Sahife
SEA	: Securities Exchange Act (Menkul Kıymetler Borsa Kanunu)
SEC	: Securities and Exchange Commission (ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu)
SerPK	: Sermaye Piyasası Kanunu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TTSG	: Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi
Treas.Reg.	: Treasury Regulation
VDMK	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet
VUK	: Vergi Usul Kanunu
YK	: Yönetim Kurulu

GİRİŞ

Dünyada ve Türkiye'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının doğuşuna sebep olan iki temel ihtiyaçtan birincisi büyük gayrimenkul projelerinin finansmanındaki zorluktur. İkincisi ise, küçük yatırımcıların bu tür büyük projelerin kârlarından yararlanabilme isteğidir. GYO'lar, gayrimenkul sektörü ile sermaye piyasalarını biraraya getiren karma nitelikli şirketlerdir.

Yapılan araştırmalar Türkiye'de tasarrufların %70'inden fazlasının gayrimenkul sektörüne yatırıldığını göstermektedir. Bu tasarrufların, doğrudan gayrimenkul yerine GYO'lara, dolayısıyla sermaye piyasasına yönlendirilmesiyle gayrimenkul yatırımlarının dezavantajı olan likidite problemi ortadan kalkacak ve tasarruflar ortak bir havuzda biraraya getirilerek büyük gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılacaktır. Aynı zamanda sermaye piyasasında kurumsal sermaye de artacaktır. Türkiye'de borsanın derinliğinin artması, fiyat hareketlenmelerinden çabuk etkilenmemesi için kurumsal sermayenin oranının artırılması gerekmektedir. GYO'lar kurumsal sermayenin artmasında önemli bir rol oynayacaklardır. Konut sorununun çözümü için de GYO'lardan yararlanılabilir.

Bu çalışmanın amacı; ilk örneklerine 20. yüzyılın başında rastlanan GYO'ları hukuki boyutuyla incelemek, Türkiye'deki GYO'ların yaşadığı hukuki sorunları belirleyerek, bu sorunların çözümüne yönelik öneriler sunmaktır. Sermaye piyasası mevzuatımız esas itibariyle Anglo-Sakson hukuk sistemini örnek aldığından, GYO'lar ise ABD sermaye piyasalarının bir ürünü olduğundan, konu ABD ve Türk Hukuklarında mukayeseli olarak incelenmiştir. GYO'ların vergi hukuku yönüne yer verilmemiştir.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümünde GYO'ların sermaye piyasalarındaki yeri belirlenmeye çalışılmış, sermaye piyasası kurumları kısaca tanıtılarak GYO'ların tanıtımına geçilmiştir. GYO'ların tanımı yapılmış, tarihi gelişimine bakılmış, önemi, faydaları, faaliyet ilkeleri açıklanmış, diğer sermaye piyasası kurumları ile karşılaştırılması yapılmış ve türleri incelenmiştir.

İkinci bölümde, ABD ve Türk Hukuklarında GYO'lara uygulanacak hükümler ve GYO'ların hukuki yapısı anlatılmıştır.

Üçüncü bölümde ABD ve Türk Hukuklarında mukayeseli olarak GYO'ların kuruluş şartları, faaliyet esasları ayrıntılı olarak incelenmiş, GYO'ların nasıl yönetildiği, yönetimle ilgili kişi ve kuruluşların kimler olduğu açıklanmıştır. Son olarak da GYO'ların denetimine, sona ermesine ve tasfiyesine ilişkin bilgi verilmiştir.

Dördüncü ve son bölümde öncelikle Türkiye'de gayrimenkul sektörünün ve GYO sektörünün mevcut durumu anlatılmıştır. Daha sonra GYO'ların karşılaştıkları hukuki sorunları çözmeye GYO'lara ilişkin mevzuatın yeterli olup olmadığını belirlemek amacıyla hisse senetleri İMKB'de işlem gören GYO'lara yönelik olarak yapılan araştırmaya yer verilmiştir.

Sonuç bölümünde ise çalışmanın kısa bir değerlendirmesi yapılarak öneriler sunulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASASI KURUMLARI VE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI

1. SERMAYE PİYASASI KURUMLARI

Fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasa olan sermaye piyasasında taraflar, genellikle doğrudan doğruya ilişki kurmazlar. Kurumlaşmış bir yapı içinde tasarruflular, sermaye piyasası araçlarını satın alarak tasarruflarını fon talep edenlere aktarırlar. Böylece ortaklık veya alacaklılık ilişkisi kurulur¹. Tasarrufları ile menkul kıymet satın almak isteyen tasarruf sahipleri, genellikle sermaye piyasasının kurallarını bilmezler. Ortaklıkları, özelliklerini, yapılarını, dahil oldukları sektörleri tanımazlar. Ekonomik, mali gelişmelerden, mevzuattan çoğunlukla habersizdirler. Küçük portföyler hem güçsüzdürler hem de riski yeterince dağıtmadıklarından tehlikelere açıktırlar. Bu nedenler halkın tasarruflarını sermaye piyasasına kanalize etmesini zorlaştırır ve atıl durumda kalmasına yol açabilir². Diğer taraftan menkul kıymet ihraç edenler de sermaye piyasasına yabancıdırlar. İhraç edilen sermaye piyasası araçlarının pazarlama koşullarının yaratılması, gerekli araştırmaların yapılması, dalgalanmalara karşı önlemlerin alınması, sermaye piyasası araçlarının alıcılara ulaştırılması uzmanlaşmış kurumlar eliyle yürütülür. Bunun yanında sermaye piyasası araçlarının doğrudan bir aracı kuruluşa satılması, böylece bu kuruluşa bırakılan pay karşılığında, pazarlama

¹Çağlar Manavgat, *Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar* (Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Türkiye İş Bankası Vakfı, 1991), s.13.

²Ünal Tekinalp, *Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları* (İstanbul: Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş. Yay. No:4, 1982), s.78.

süreci beklenmeden kaynak sağlanması, finansman sorununun çözümünde önemli rol oynar³.

Tasarruf sahipleri ve sermaye piyasası araçları ihraç eden ortaklıklar için büyük önem taşıyan, piyasada güven ve istikrar ortamının sağlanabilmesi için üstlenilmesi gerekli bu görevleri, sermaye piyasası kuruluşları yerine getirmektedir⁴.

Sermaye Piyasası Kanunu sermaye piyasası araçlarının alım satımına yardımcı olacak kuruluşları "Sermaye Piyasası Kurumları" olarak adlandırmış ve dört grupta toplamıştır (Ser.P.K. m.32):

- Aracı Kurumlar
- Yatırım Ortaklıkları
- Yatırım Fonları
- Sermaye Piyasasında Faaliyet Göstermesine İzin Verilen Diğer Kurumlar

Sermaye piyasası araçlarının alım ve satımı, aracılık işlemleri, yatırım danışmanlığı, portföy işletmeciliği gibi sermaye piyasası faaliyetlerini sermaye piyasası kurumları yapmaktadır⁵.

1.1. Aracı Kurumlar

1982 yılında yürürlüğe giren Ser.P.K.'nın gerekçesinde aracı kurumlar için "... şirketler çıkardıkları menkul kıymetleri usulüne uygun olarak izahname hazırlayıp sirküler ve ilanlar vasıtasıyla tasarruf sahiplerine duyurmak sureti ile halka arz edebilirler. Tanınmış ve iyi durumda olan bir şirketin çıkardığı menkul kıymetler hiçbir yardımcı faaliyet gerektirmeksizin tasarruf sahiplerince karşılanabilir. Ancak menkul kıymet arzeden her şirketin durumu böyle olmayabilir, gerek iş konusu, gerek

³Manavgat, a.g.e. ,s.14.

⁴Aynı, s.14.

⁵Gamze Gökçe, **Gayrimenkul Yatırım Fonları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Gayrimenkul Sertifikaları ve Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi** (Ankara: 1998), s.3.

rantabilitesi itibariyle iyi durumda olan, ancak yeni kurulan, tanınmamış bir şirketin menkul kıymetleri, tasarruf sahipleri bakımından başlangıçta o kadar cazip bulunmayabilir. İşte bu durumda menkul kıymetlerin halka satılabilmesi bakımından aracı kuruluşlara ihtiyaç duyulur. İngiltere'de "underwriter" veya "issuing house", ABD'de "underwriter", "broker", "investment banker" adları altında faaliyet gösteren aracılar, şirketler tarafından ihraç olunan menkul kıymetlerin halka satışına yardımcı olmaktadır" denilmiştir⁶.

Ser.P.K. aracı kurumları tarif etmemiş, aracı kurumların kuruluş ve faaliyet şartlarını düzenlemiştir (Ser.P.K. m.33-34). Ayrıca tanımlarla ilgili üçüncü maddesinde de aracı kurumu bankalarla birlikte "aracı kuruluş" olarak nitelemiştir.

Ser.P.K. m.30 hükmüne göre aracılık, sermaye piyasası araçlarının 31. madde çerçevesinde yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına alım satımıdır.

Sermaye piyasasında aracılardan iki türlü fonksiyonu vardır⁷:

- Birincil piyasadaki faaliyetler, yani sermaye piyasası araçlarının ihracına aracılık,
- İkincil piyasadaki faaliyetler, yani ihraç edilmiş sermaye piyasası araçlarının alım-satımına aracılık.

Aracı kurumlar Ser.P.K. m.33'de öngörülen koşullara uygun olarak anonim ortaklık şeklinde kurulurlar. Faaliyette bulunabilmek için Sermaye Piyasası Kurulu'ndan faaliyet izni almaları gereklidir.

Sermaye piyasasındaki fon arz ve talebini karşılaştırarak, bu fonların etkin biçimde kullanılabileceği alanlara kanalize edilmesine yardımcı olan aracı kurumlar,

⁶Vural Günel, **Hukuki Açıldan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar)** (İstanbul: İMKB, 1997), s.268.

⁷Muharrem Karşlı, **Sermaye Piyasası-Borsa-Menkul Kıymetler** (3.Baskı, İstanbul: Saray Ticaret A.Ş., 1989), s.97.

faaliyetleri esnasında değişik nitelikte etkinlikler gösterebilirler. Aracı kurumlar hem ihraç eden ortaklıklara, hem yatırımcılara danışmanlık hizmeti sunarlar. Risk üstlenme ve yüklenim aracı kurumların esas fonksiyonudur. Başkası nam ve hesabına, başkası hesabına kendi namına veya kendi nam ve hesabına yürütülen aracılık faaliyetlerinde, aracılık yüklenimi ve en iyi gayret aracılığı olmak üzere iki tür aracılık yapılabilir⁸.

1.2. Yatırım Fonları

28.07.1981 tarih ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile hukuk sistemimize girmiştir. Yatırım fonları, tasarruf sahiplerinden toplanan tasarrufları inançlı mülkiyet ve riskin dağıtılması ilkeleri doğrultusunda portföy yönetimi yaparak değerlendiren sermaye piyasası kurumlarıdır⁹. Yatırım fonları sabit ve değişken sermayeli olmak üzere iki şekilde kurulabilirler¹⁰.

Ser.P.K.'nun 37. maddesi ise, yatırım fonlarını, halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan malvarlığı olarak tanımlamaktadır.

Yatırım fonları 19. Yüzyılda "unit trust" adı altında İngiltere'de doğmuş, kısa zamanda yaygınlaşarak Amerika'da "mutual fund", İsviçre'de "Anlage fonds" adları altında kurumlaşmıştır¹¹.

Yatırım fonunda üçlü bir ilişki mevcuttur. Fonun hukuki temeli kollektif yatırım sözleşmesidir. Bu sözleşmenin birinci tarafı yatırımcılar, yani katılma belgesi sahipleridir. İkinci taraf, fon yönetimi, yani fonu yönetecek uzman bir kuruluş ve

⁸Manavgat, a.g.e., s.22.

⁹Erdogan Oral ve Levent Özer, *Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar*, (İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yay., 1998), s.7.

¹⁰Erkan Aydın, "Gelir ve Kurumlar Vergisi Uygulamaları Açısından Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonları", *Vergi Dünyası*, Sayı 224 (Nisan 2000), s.86.

¹¹Manavgat, a.g.e., s.18.

üçüncü taraf portföyü saklayıcı kuruluştur. Yatırımcılar, katılma belgelerini satın alarak fona iştirak ederler ve fon sözleşmesini bir bütün olarak kabul ederler¹². Yatırım fonu küçük tasarruf sahiplerinin sermaye piyasalarında yatırım yapmalarına imkan sağlayan bir kurumdur.

Bankalar, sigorta şirketleri, aracı kurumlar, kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20. maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklardan, SPK'nın tebliğiyle belirleyeceği esaslara uyanlar yatırım fonu kurabilirler (Ser.P.K. m.38 f.3).

Fonun tüzel kişiliği yoktur ancak malvarlığı, kurucunun malvarlığından ayrıdır. Gerçek ve tüzel kişilerin fondaki ortaklık haklarını gösteren belgelere katılma belgesi adı verilir. Katılma belgesi, belge sahibinin fon kurucusuna karşı sahip olduğu hakları taşır ve fona kaç hisse ile katıldığını gösterir. Kıymetli evrak niteliğinde bir senettir, kaydi değer olarak tutulur¹³. Katılma belgelerinin itibari değeri yoktur. Fon pay değeri, fon toplam değerinin tedavüldeki katılma belgelerinin kapladığı pay sayısına bölünmesiyle elde edilir¹⁴.

Kurucu, fonu, yatırım fonu katılma belgesi sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde temsil eder, yönetir ve yönetimini denetler. Fon malvarlığının korunmasından ve saklanmasından kurucu sorumludur. Kurucu ile katılma belgesi sahipleri arasındaki ilişkilere Ser.P.K.'da hüküm bulunmayan hallerde Borçlar Kanununun vekalet akdi hükümleri uygulanır (Ser.P.K. m.37 f.2).

Yatırım fonu kurmak için, kurucunun yatırım fonu içtüzüğünü hazırlayarak, bunun noterden tasdikli bir örneği ve SPK'ca belirlenecek diğer belgelerle birlikte, Kurul'a izin için başvurması zorunludur. Banka ve sigorta şirketlerinin yatırım fonu

¹² Hamdi Yasaman, *İsviçre ve Fransız Hukukunda Yatırım Fonları ve Türk Hukukunda Uygulama İmkanları* (İstanbul: 1980), s.264.

¹³ Seri: VII No:10 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, *Resmi Gazete*, 19 Aralık 1996, Sayı:22852.

¹⁴ Aydın, a.g.e., s.87.

kurmak üzere Kurul'a başvurmaları halinde Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın görüşü alınır. Fon yönetimi ve saklama hizmetlerinin farklı kurumlarca yürütülmesine Kurul tarafından karar verilebilir (Ser.P.K. m.38 f.1,2).

Yatırım fonlarını denetleme yetkisi SPK'ya aittir.

1.3. Yatırım Ortaklıkları

Yatırım ortaklıkları Anglo-Sakson menşeli sermaye piyasası kurumlarıdır. Önce İngiltere'de doğmuş, sonra Amerika'ya geçmiş ve daha sonra Kara Avrupasına gelmiştir¹⁵. Ülkemizde ilk olarak 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu içinde menkul kıymet yatırım ortaklıkları adı ile yer almıştır¹⁶. Portföylerinde sadece menkul kıymet bulundurabilmeleri ve başka değerlere yatırım yapamamaları nedeniyle Ser.P.K.'da menkul kıymet yatırım ortaklıkları olarak yer alan yatırım ortaklıkları, daha sonra SPK'nın yapmış olduğu düzenlemeler ve çıkarmış olduğu tebliğler sonucunda;

- Yatırım ortaklıkları
- Risk sermayesi yatırım ortaklıkları
- Gayrimenkul yatırım ortaklıkları

olarak yapılanmıştır.

Ser.P.K.'nın 35. maddesine göre yatırım ortaklıkları; sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklardır. SPK tarafından yayınlanan Seri:VI No:4 Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 3. maddesinde ise yatırım ortaklıkları; sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslar arası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası kurumları olarak tanımlanmıştır.

¹⁵ Selahattin Tuncer, Türkiye'de Sermaye Piyasası (İstanbul: Okan Yayıncılık Dağıtımçılık, 1985), s.131.

¹⁶ Aydın, a.g.e., s.84.

Yatırım ortaklıklarının kuruluş izni alabilmeleri için portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere SPK'ya başvurmaları şarttır. Yatırım ortaklıklarının portföy işletmek dışında yapabilecekleri faaliyetler Kurul tarafından düzenlenir (Ser.P.K. m.35).

Yatırım ortaklıklarına kuruluş ve faaliyet izni verilebilmesi için; kayıtlı sermayeli anonim ortaklık şeklinde kurulmaları, başlangıç sermayelerinin Kurul tarafından belirlenen miktardan az olmaması, hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması, ticaret unvanlarında yatırım ortaklığı ibaresinin bulunması, esas sözleşmelerinin Ser.P.K. hükümlerine uygun olması ve kurucularının müflis olmadığının veya yüz kızartıcı bir suçtan dolayı hükümlülüklerinin bulunmadığının tespit edilmiş olması gerekir. Yatırım ortaklıklarının, portföylerinde bulunduracakları kıymetler itibariyle türleri, değerlendirme esasları, portföy sınırlamaları, yönetim ilkeleri, kâr dağıtım esasları, saklama usul ve esasları, tabi olacakları yükümlülükler ve tasfiye ile sona ermelerine ilişkin esaslar Kurul tarafından belirlenir (Ser.P.K. m.36).

Yatırım ortaklıkları tanımında da belirtildiği gibi anonim şirket şeklinde kurulurlar ve tüzel kişiliği haizdirler. Hisse senedi ihraç ederler. Dolayısıyla yatırım ortaklıklarında sermaye payları hisse senetleriyle ifade edilir. Tüzel kişiliğe sahip olmaları yatırım ortaklıklarını yatırım fonlarından ayıran temel farklılıktır¹⁷. Yatırım fonlarının talep doğrultusunda katılma belgesi ihraç ederek büyüyebilmelerine karşılık, yatırım ortaklıkları sermaye artırımına gitmedikleri takdirde ihraç ve halka arz ettikleri hisse senetlerinin dışında genişleyemezler. Bu nedenle fonlar “açık uçlu” olarak anılırken, yatırım ortaklıkları için “kapalı uçlu” tanımı yapılır¹⁸.

Yatırım ortaklıklarının varlık nedeni, fonlarda olduğu gibi tasarruf sahiplerinin bireysel tasarruflarını bir araya toplayıp, oluşacak güçle modern portföy yönetim kurallarına uyarak verimli bir işletmecilik ortaya koymaktır. Bu nedenle, hisse

¹⁷ Birgül Gedik, “Yatırım Fon ve Ortaklıkları ile Bu Fon ve Ortaklıklardan Elde Edilen Kâr Paylarının Vergi Mevzuatımız Çerçevesinde İncelenmesi”, *Vergi Dünyası*, Sayı no:198, (Şubat 1998), s.90.

¹⁸ Reha Tanör, *Türk Sermaye Piyasası*, (1. Bası, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., 1999), s.217.

senetlerini satın aldıkları ortaklıkların sermayelerine ya da yönetimlerine egemen olmak gibi amaçlar güdemezler¹⁹.

1.3.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının kuruluş, faaliyet ilke ve kuralları Ser.P.K. 'nın 32, 35 ve 36. maddeleri çerçevesinde SPK 'nın Seri:VI No:11 sayılı Tebliği ile belirlenmiştir.

GYO'lar, gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapmak suretiyle faaliyet gösteren özel bir portföy yönetim şirketi tipidir²⁰.

GYO'larla ilgili geniş açıklamalarımızı ilerideki sayfalarda yapacağımızdan burada kısa bir bilgi vermekle yetiniyoruz.

1.3.2. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

Risk sermayesi, genel olarak, gelecek vaad eden işlere yatırılan sermaye olarak tanımlanabilir. Risk sermayesinin amacı, yüksek gelişme potansiyeline sahip olan işletmelere yatırımda bulunmak ve işletmenin hisse senetleri değer kazandığı zaman bunları elden çıkarmak suretiyle yüksek kâr sağlamaktır²¹.

Tarihsel süreç içinde ilk olarak Amerika Birleşik Devletleri'nde ortaya çıkan risk sermayesi kavramı daha sonra İngiltere ve Japonya 'da uygulama alanı bulmuştur²².

¹⁹ Aynı, s.217.

²⁰ Kürşat Tuncel, "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları", *Yaklaşım*, Sayı no:68, Yıl no:6 (Ağustos 1998), s.47.

²¹ Ayşe Sumer, *Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat*, (2. Baskı , İstanbul:Alfa Basım Yayım Dağıtım, Yay. No:549, 1999), s.77.

²² Tülay Zaimoğlu, *Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama Olanakları* (Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayın, 1995), s.7.

Risk sermayesi yatırımı, girişim şirketlerinin birinci el piyasalarda ihraç ettiği uzun vadeli sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırımdır. Risk sermayesi yatırımı girişim şirketlerine ortak olarak yapılabileceği gibi bu şirketlerin ihraç ettiği borçlanma senetlerini satın alarak da yapılabilir.

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ise; kayıtlı sermayeli olarak kurulan ve çıkarılmış sermayelerini esas olarak sermaye ve faiz kazancı elde etmek amacıyla risk yatırımlarına yönelen, halka açık anonim ortaklıklardır.

Risk taşıyan ve Türkiye’de kurulmuş ya da kurulacak olan, gelişme potansiyeline sahip ve kaynak ihtiyacı olan şirketlere de girişim şirketi adı verilmektedir.

RSYO’lar, sermaye piyasalarının önemli işlevlerinden biri olan yeni kaynaklar yaratarak, bu kaynakları verimli alanlarda kullanmak işlevini gerçekleştirmek düşüncesinin ürünüdür²³.

RSYO’lar 2499 sayılı Kanununun 22. ve 36. maddeleri çerçevesinde Kurul’un Seri:VI No:10 sayılı Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği²⁴ ile ayrıntılı olarak düzenlenmişlerdir.

RSYO’lar, ani usulde kurulabilecekleri gibi farklı faaliyet konuları seçmiş bulunan ortaklıklar da RSYO’ya dönüşebilmektedirler.

RSYO’larının kuruluşlarına, faaliyet ilke ve kurallarına, hisse senetlerini halka arzetmelerine ilişkin esaslar ilgili tebliğle belirlenmiş bulunmaktadır.

²³Gültekin Rodoplu, *Türkiye’de Sermaye Piyasası ve İşlemleri* (İstanbul: Marmara Üniversitesi Nihad Sayar Eğitim Vakfı Yay., 1993), s.116-117” Aydın, a.g.e., s.85’deki alıntı.

²⁴ **Resmi Gazete**, 6 Kasım 1998, Sayı:23515, Bu konuda bir önceki düzenleme 6 Temmuz 1993, 21629 mükerrer sayılı Resmi Gazete’de ilan olunmuş bulunan tebliğ ile yapılmıştı.

RSYO'lar, risk sermayesi yatırımı faaliyetinde bulunmak üzere kurulan şirketlerdir. Bu nedenle, ödünç para verme işleriyle uğraşamazlar, mevduat toplayamazlar, bu sonucu verecek iş ve işlemler yapamazlar, ticari, sınai, zirai faaliyetlerde bulunamazlar, risk sermayesi yatırımı dışında ve Tebliğ'de izin verilen diğer faaliyetlerin haricinde sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunamazlar, altın ve kıymetli madenlere yatırım yapamazlar, vadeli işlem sözleşmesi yapamazlar, menkul kıymetleri açığa satamazlar, ödünç menkul kıymet işlemi yapamazlar, faaliyetlerinin gerektirdiği miktar ve değerden fazla gayrimenkul edinemezler.

1.4. Sermaye Piyasasında Faaliyet Göstermesine İzin Verilen Diğer Kurumlar

Ser.P.K. 32. maddesinde sermaye piyasası kurumları sayılırken, d bendinde "diğer kurumlar" ifadesi kullanılarak bu kurumlar kapalı adet usulüne göre sayılmamış, böylece piyasanın ihtiyacını giderecek yeni kurumların SPK tebliğleriyle doğmasına imkan tanınmıştır.

Ser.P.K. 39. maddesine göre diğer sermaye piyasası kurumları şunlardır: kuruluş ve faaliyet esasları Kurulca belirlenen, sermaye piyasası araçlarının takas ve saklanması, derecelendirilmesi, ihraççıların ve sermaye piyasası kurumlarının denetlenmesi ile uğraşan kuruluşlar, yatırım danışmanlığı, portföy yönetimi gibi sermaye piyasası faaliyetlerini yerine getiren şirketler, varlık yönetim şirketleri, ortaklık ve kuruluşlara ait alacakları temellük ederek münhasıran bu kanunun 13/A maddesinde belirlenen varlığa dayalı menkul kıymetleri ihraç etmek amacıyla kurulan genel finans ortaklıkları, ipoteğe dayalı menkul kıymetler kuruluşu, risk sermayesi yatırım fonları, vadeli işlemler aracılık şirketleri ve portföy saklama şirketleridir.

2. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ DİĞER SERMAYE PİYASASI KURUMLARI İLE KARŞILAŞTIRILMASI

2.1. Aracı Kurumlarla Karşılaştırılması

Aracı kurumlar, GYO'lar gibi tüzel kişiliği haiz yardımcı kuruluş türlerinden biridir. Her ikisi de anonim ortaklık olarak kurulurlar. Ancak GYO'lar diğer yatırım ortaklıkları gibi kayıtlı sermayeli olmak zorundadırlar. GYO'lar yönetim kurulu üyelerinin seçiminde aday gösterme imtiyazı tanıyan hisse senedi dışında imtiyaz veren herhangi bir menkul kıymet ve gayrimenkul sertifikası çıkaramazlar.

GYO'ların başlangıç sermayesini temsil eden hisse senetlerinin en az %25'inin nakit karşılığı çıkarılması zorunlu olduğu halde, aracı kurumlar için hisse senetlerinin tamamının nakit karşılığı çıkarılması aranmıştır. GYO'lar aynı sermaye karşılığı da hisse senedi çıkarabilirler. Ayrıca GYO'ların hisse senetleri nama ve hamiline yazılı olarak ihraç edilebilir, aracı kurumların hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması zorunludur.

GYO'larda asgari sermaye miktarı 3.2 trilyon TL olarak belirlenmişken aracı kurumların asgari ödenmiş sermayesinin 500 milyar TL olması gereklidir.

GYO'ların temel fonksiyonlarının gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapmak, gayrimenkuller ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyü işletmek olmasına karşın, aracı kurumlar, sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım satımıyla uğraşır. GYO'lar aracılık yapamayacağı gibi aracı kurumlar da gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan portföy işletmeciliği ile uğraşamazlar.

GYO'ların portföy işletmeciliği yaparken, ortaklıkların yönetimine hakim olarak holding ortaklık görünümüne bürünmelerini önlemek için iştiraklerine ilişkin çeşitli

sınırlamalar getirilmiştir. Aracı kurumlar ise hisse senetlerini yalnızca aracılık amacıyla alıp satacağı için böylesine bir sakınca onlar için söz konusu değildir²⁵.

2.2. Yatırım Fonları İle Karşılaştırılması

GYO'lar anonim şirket olarak kuruldukları için tüzel kişiliği haiz olmalarına rağmen, yatırım fonları; bankalar, aracı kurumlar ve sigorta şirketleri tarafından kurulduğu için tüzel kişilikleri yoktur. GYO'lar herhangi bir şirket gibi yönetilir ve temsil edilirken, yatırım fonları belge sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde kurucu banka, aracı kurum veya sigorta şirketi tarafından yönetilir ve temsil edilir. Kişilerin GYO'daki ortaklık hakları hisse senetleri ile temsil edilirken, yatırım fonlarında gerçek ve tüzel kişilerin hakları, belge sahibinin kurucu ve saklayıcı kuruma karşı sahip olduğu hakları taşıyan, fona kaç pay ile katıldığını gösteren ve kıymetli evrak niteliğinde olan katılma belgeleri ile temsil edilmektedir²⁶.

GYO'lar anonim ortaklık olduğundan ortaklık malvarlığı tüzel kişiliğe aittir. Yatırım fonları ise kurucunun malvarlığından ayrı özel bir malvarlığı olarak idare edilirler.

GYO'larda ortaklık ilişkisi kabul edildiği halde yatırım fonlarında sözleşme ilişkisi geçerlidir. Bu yüzden GYO ile ortaklar arasında ortaklık ilişkisi bulunmasına karşın, yatırım fonlarında fon kurucusu ile katılımcı arasında vekalet sözleşmesi vardır. Yatırım fonu kurucusu, fon malvarlığını inançlı mülkiyet esaslarına göre yönetir²⁷.

GYO'lar halka açık anonim ortaklık olarak örgütlenmişlerdir. Yatırım fonlarının ise tüzel kişiliği söz konusu değildir. GYO'lar kısa süreli fon ihtiyaçlarını karşılayabilmek amacıyla tebliğde belirtilen sınırlar içinde kalmak koşuluyla kredi veya

²⁵ Manavgat, a.g.e., s.32.

²⁶ Sedat Alsancak, "Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonları", *Yaklaşım*, Sayı No:3, (Mart 1993), s.92.

²⁷ Manavgat, a.g.e., s.33.

borçlanma senedi çıkarabilirken, yatırım fonlarının borçlanma senedi çıkarması söz konusu olamamaktadır²⁸.

2.3. Diğer Yatırım Ortaklıkları İle Karşılaştırılması

Yatırım ortaklıkları; sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklardır. Portföy değerlerinin %10'dan fazlasını bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatıramazlar, 360 günden uzun süreli borçlanma senedi çıkaramazlar. Faaliyetlerinin gerektirdiği miktar ve değerden fazla menkul ve gayrimenkul mal edinemezler. Sermaye ve yedek akçelerinin toplam değerinin %10'u veya aktiflerinin %5'inden fazla menkul ve gayrimenkul mal edinemezler.

GYO'lar ise portföyü gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan ve gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapan sermaye piyasası kurumlarıdır. Diğer yatırım ortaklıklarının aksine gayrimenkule ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmaları esas olup, sermaye ve yedek akçeleri toplamının %10'undan fazlasını gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları dışındaki sermaye piyasası araçlarına yatıramazlar. Diğer yatırım ortaklıklarına göre GYO'ların aynı sermaye koyma olanağı vardır.

GYO'lar ile diğer yatırım ortaklıklarının sayılan farklılıklarının yanında, portföylerinde bulunan varlıkların kıyaslaması yapıldığında, GYO'ların, gayrimenkulün gerçek değerinin zaman içinde artması, enflasyon karşısında değer yitirmemesi, nakit getirisinin olması yönleri ile diğer yatırım ortaklıklarından daha avantajlı olduğu görülmektedir²⁹.

²⁸ Alsancak, a.g.e., s.92.

²⁹ Gökçe, a.g.e., s.32.

3. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ TANIMI VE UNSURLARI

3.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tanımı

GYO'lar Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 4/a maddesinde aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır.

“Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı: bu tebliğ ile belirlenmiş usul ve esaslar dahilinde, gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara (intifa hakkı, oturma hakkı, üst hakkı gibi) ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek üzere adi ortaklık kurabilen ve bu tebliğde izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumlarıdır”.

Bu tanım gereğince GYO'ların, gerek sermaye piyasası kurumları arasında “Yatırım Ortaklıkları” başlığı içinde yer almaları, gerek gayrimenkuller dışında kalan sermaye piyasası araçlarına da yatırım yapabilme olanağına sahip olmaları ve tanımda ifade olunan “gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları”nın da sermaye piyasası aracından başka bir şey olmaması nedeniyle, bu ortaklıklara kurumsal yatırımcılar arasında yer vermek yanlış olmayacaktır³⁰.

GYO'lar, her türlü gayrimenkule finansman sağlayan veya elde edilmek istenen bir gayrimenkul için pek çok yatırımcının sermayesini bir araya getiren anonim şirketlerdir. Bu kurumlar bir yatırım aracı olarak, gayrimenkul ve menkul kıymet yatırımlarının en iyi özelliklerini birleştirmekte ve yatırımcıya bir yatırım portföyünde gayrimenkulün profesyonel biçimde yönetildiği pratik ve etkin araçlar sağlamaktadır³¹.

³⁰ Tanör, a.g.e., s.225

³¹ www.nareit.com/faq, 28.4.1999 tarihli internet sayfası

3.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Unsurları

Tebliğde yapılan tanım, Ser.P.K.'nın 35. maddesinde tüm yatırım ortaklıkları için yapılan genel tanım³² ve Ser.P.K. madde 36'daki kuruluş ve faaliyete geçme şartları ile birlikte değerlendirildiğinde ortaklığın şu unsurlara sahip olması gerektiği sonucuna ulaşılır³³:

- ortaklığın halka açık ve kayıtlı sermayeli bir anonim ortaklık olması
- ortaklığın gayrimenkule ilişkin bir portföye sahip olması
- portföyün bizzat ortaklık tarafından işletilmesi

3.2.1. Ortaklığın Gayrimenkule İlişkin Bir Portföye Sahip Olması

3.2.1.1. Portföy ve İçeriği

Genel olarak yatırım ortaklıklarının konusu bir portföy işletilmesidir. Fransızca bir tabir olan portföy (portfeuille) kelimesinin lügat karşılığı cüzdandır³⁴. Ancak sermaye piyasasında bu teknik bir terimdir ve “çeşitli sermaye piyasası araçlarından oluşan ayrı bir varlığı, bir paketi” ifade eder³⁵.

Portföy kavramı; vade, risk, getiri, değer, tür ve sağladığı haklar açısından birbirinden farklı unsurlardan oluşan bir paket olarak tanımlanabilir³⁶.

Yatırım ortaklıklarına ilişkin Ser.P.K.'nın 35 ve 36 maddeleri, portföyü, bu tür ortaklıkların temel unsuru haline getirmiş, onu ortaklık malvarlığı içindeki diğer varlıklardan ayırarak farklı hükümlere bağlı tutmuştur. Bu nedenle; portföy unsurları,

³² Ser.P.K. m.35 uyarınca “Yatırım ortaklıkları sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklardır. Bu portföyler müstakilen bu unsurlardan oluşabileceği gibi karma da olabilir.”

³³ Tekinalp, a.g.e., s.101.

³⁴ Aynı, s.101.

³⁵ A.Feridun Güngör, "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Vergilendirilmesi", *Yaklaşım*, Yıl no:6, Sayı no:68, (Ağustos 1998), s.31.

³⁶ Zühtü Aytaç, “Sermaye Piyasası Yardımcı Kuruluşu Olarak Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları”, *Türkiye’de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar Semineri)*, (İstanbul: 1984), s.263.

sınırlamaları, idaresi, değerlendirme ilkeleri, muhasebesi ve değerlerin tablollaştırılması ile kamuya açıklanma esasları ayrıntılı olarak Kurul tarafından belirlenmekte denetime tabi tutulmaktadır (GYOT m.38). Ancak portföyün özel hükümlere bağlı kılınması, onun ortaklık malvarlığından ayrı bir malvarlığı oluşturduğu anlamına gelmez³⁷.

GYO'ların portföyü; gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar ve diğer sermaye piyasası araçlarından oluşabilir (GYOT m.4/a.25).

GYO'larda ortaklık portföyünün içeriğini oluşturan unsurları ana hatları ile inceleyecek olursak³⁸;

GYO portföyünün unsurlarından birisi olan gayrimenkul kavramı yönünden Ser.P.K.'da özel düzenleme bulunmadığı için Medeni Kanun hükümlerine bağlı kalınacaktır. M.K.'nın 704. maddesine göre; arazi, tapu kütüğünde ayrı sayfaya kaydedilen bağımsız ve sürekli haklar, kat mülkiyeti kütüğüne kayıtlı bağımsız bölümler gayrimenkul mülkiyetinin konusunu oluşturmaktadır³⁹.

GYO'ların yatırım faaliyetlerini düzenleyen GYO tebliğinin 25. maddesinde ortaklık portföyüne girebilecek çeşitli gayrimenkuller örnek olarak sayılmıştır:

-GYO'ların portföyü açısından, hangi sermaye piyasası araçlarının gayrimenkule dayalı olduğu konusunda doğrudan bir düzenlemeye yer verilmemiş, fakat ortaklığın faaliyetlerini düzenleyen tebliğ hükümlerinde bu tür araçların bazı örnekleri gösterilmiştir. Tebliğin 25. maddesine göre gayrimenkul sertifikaları, konut kredileri karşılığında ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler ve

³⁷ Sabih Arkan, **Ticari İşletme Hukuku**, (Dördüncü Baskı, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Türkiye İş Bankası Vakfı-Hukuk Fakültesi, Yay. No:329, 1998), s.32.

³⁸ Mehmet Bahtiyar, "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Kuruluş ve Faaliyete Geçiş Esasları", **Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu'na 65. Yaş Günü Armağanı**, (İstanbul: İstanbul Üniv. Hukuk Fak. Yay. No:718,1999),s.64.

³⁹ Turhan Esener ve Kudret Güven, **Eşya Hukuku**, (Genişletilmiş 3. Bası, Ankara: 1996), s.129; Şeref Ertaş, **Eşya Hukuku** (Genişletilmiş 2. Bası, Ankara: Dokuz Eylül Üniv. Hukuk Fakültesi Döner Sermaye İşletmesi Yayınları no:55,1995), s.211.

bunlara benzer nitelikte oldukları Kurul tarafından kabul edilen menkul kıymetleri GYO'lar alıp satabilirler.

-Ortaklık portföyüne girebilecek bir diğer unsur, gayrimenkul projeleridir. Bir GYO, ilgili mevzuat uyarınca gerekli tüm izinleri alınmış, projesi hazır ve onaylanmış, inşaata başlanması için yasal gerekliliği olan tüm belgelerinin tam ve doğru olarak mevcut olduğu bağımsız ekspertiz ortaklıkları tarafından onaylanmış gayrimenkule dayalı projelere, projenin her aşamasında gayrimenkul geliştirme kârı veya kira geliri elde etmek amacıyla mülkiyetlerini edinmek veya üst hakkı tesis ettirmek suretiyle yatırım yapabilir.

-Ortaklık portföyüne gayrimenkule ilişkin haklar da girebilir. M.K. tapu sicilinde bağımsız ve daimi olarak ayrıca kaydedilen bazı hakları gayrimenkul olarak kabul ettiğine göre (M.K. m.704, 998, 826, 837) burada gayrimenkul kavramı içerisine girmeyen ama gayrimenkule ilişkin olan haklar söz konusudur. Bu haklar ayni veya şahsi nitelikte olabilir. Nitekim tebliğde; ortaklığın gayrimenkuller üzerinde intifa hakkı kurabileceği ve bu hakkı kullanabileceği, devre mülk irtifakı kurabileceği, sahip olduğu arsalar üzerinde ticari kâr elde etmek amacıyla üst hakkı yükümlüsü olabileceği düzenlenmiştir. Ayrıca, ortaklık; özel sözleşme hükümleri uygun olmak kaydıyla, kira geliri elde etmek için, üçüncü kişilerden gayrimenkul kiralayabilir ve bunları tekrar kiraya verebilir.

-Ortaklık portföyüne sınırlı bir kapsamda olmak üzere, gayrimenkule ilişkin olmayan sermaye piyasası araçları da girebilir. Yatırım yapılabilecek bu araçlar ve işlemler, portföy değerinin en çok yüzde onu ile sınırlandırılmıştır.

3.2.1.2. Portföyün Oluşturulma Zamanı

GYO portföyünü, kuruluşunun veya dönüşümünün ticaret siciline tescilinden itibaren bir yıl içinde oluşturmak zorundadır (GYOT m.10).

3.2.1.3. Ortaklığın Birden Çok Portföyü Olamaması

Mevzuatta öngörülen kapsamda portföye sahip olma zorunluluğu yanında aynı yatırım ortaklığının birden fazla portföye sahip olamaması da gerekir. Portföy özel bazı hükümlere tabi kılınmış olmakla birlikte, ortaklık malvarlığına dahil olduğu, başka bir deyişle özel ve ortaklık malvarlığından ayrı bir varlık oluşturmadığı için, aynı ortaklığın birden çok portföye sahip olması mümkün değildir. Aksini düşünmek, gerek Türk Ticaret Kanununun anonim ortaklığa ilişkin hükümlerine gerek Ser.P.K. hükümlerine ters düşer⁴⁰. Her gerçek veya tüzel kişinin mutlaka bir malvarlığının bulunması ve malvarlığının hukuki bir bütünlük meydana getirmesi genel bir ilke olup, kural olarak, bir kişi birden çok malvarlığına sahip olamaz⁴¹.

3.2.2. Portföyün Bizzat GYO Tarafından İşletilmesi

GYO'lar, sahip oldukları portföyü bizzat işletmeli yani onun işletilmesini bir başkasına bırakmamalıdır⁴². Portföyün bizzat işletilmesi gereği, SPK tarafından da hükme bağlanmıştır. GYO'ların yapamayacakları işleri düzenleyen GYOT m.24/c uyarınca, ortaklıklar, "bu Tebliğ'de izin verilen yatırım alanları ile sınırlı olmak üzere kendi adına portföy işletmeciliği faaliyeti dışında sermaye piyasası faaliyetinde bulunamazlar".

Portföyün bizzat ortaklık tarafından işletilmesi zorunluluğunun bir sonucu olarak portföy, hasılat kirası sözleşmesine konu yapılamaz, ortakları arasında GYO'nun bulunduğu bir adi ortaklık aracılığıyla işletilemez⁴³. Fakat ortaklığın belli bazı konularda başka kişilerin hizmetlerinden yararlanması mümkündür. Bu durum GYO'ların kendi adlarına portföy işletmeleri zorunluluğu ile çelişmez. Nitekim GYOT m.22 uyarınca, ortaklıklar yeterli sayıda yönetici ve personel çalıştırmak kaydıyla kendi portföylerini yönetebilecekleri gibi, proje geliştirme ve kontrol hizmetleri de dahil

⁴⁰ Aytac, a.g.e., s.264.

⁴¹ Bahtiyar, a.g.e., s.68.

⁴² Tekinalp, a.g.e., s.104.

⁴³ Aynı, s.104.

olmak üzere portföyün geliştirilmesi ve alternatif olanakların araştırılmasına yönelik hizmetleri ortaklık dışından, bu işlerde uzmanlaşmış danışman şirketlerden alabilirler. Aynı şekilde; ortaklık portföyündeki bazı taşınmazların kira geliri elde etmek amacıyla kiralanabilmesi ve buna bağlı diğer hizmetlerin gördürülmesi için bir işletmeci şirketten yararlanılabilir⁴⁴.

3.2.3. Ortaklığın Halka Açık ve Kayıtlı Sermayeli Bir Anonim Ortaklık Olması

Kayıtlı sermaye; anonim ortaklıkların, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, yönetim kurulu kararı ile TTK'nın sermayenin artırılmasına ilişkin hükümlerine tabi olmaksızın hisse senedi çıkarabilecekleri üst sınırı gösteren ticaret sicilinde tescil edilmiş sermayeleridir (Ser.P.K. m.3/d). Adını bu kavramdan alan sisteme de "kayıtlı sermaye sistemi" denmektedir.

Ser.P.K. m.36/a uyarınca, diğer yatırım ortaklıkları gibi, GYO'nun da kayıtlı sermayeli anonim ortaklık şeklinde kurulması şarttır. TTK hükümleri, anonim ortaklıkların esas(sabit) sermayeli olmalarını gerektirmektedir. Sermaye artırımını da özel bir ana sözleşme değişikliğiyle gerçekleştirmektedir (TTK m.279, b.3;m.391-395). Uzun ve zahmetli işlemlere yol açan, sermaye artırımını ve dolayısıyla halka açılmayı zorlaştıran TTK hükümlerini devre dışı bırakabilmek amacıyla, Ser.P.K.'da halka açık anonim ortaklıklar lehine kayıtlı sermaye sistemine olanak sağlanmıştır⁴⁵.

Hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulan anonim ortaklıklar ile kurulmuş olup da sermaye artırmak suretiyle hisse senetlerini halka arz edecek olan anonim ortaklıklar, SPK'dan izin almak şartı ile kayıtlı sermaye sistemini kabul edebilirler (Ser.P.K. m.12/I). Sistemin kabulü kural olarak isteğe bağlı olmakla birlikte, yatırım ortaklıkları istisna oluşturmaktadır (Ser.P.K. m.36/a). Sonuç olarak GYO'ların kayıtlı sermayeli anonim ortaklık şeklinde kurulmaları zorunludur (GYOT m.6/a).

⁴⁴ Bahtiyar, a.g.e., s.69.

⁴⁵ Mehmet Bahtiyar, *Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı*, (İstanbul:Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş. Yay. No:643, Hukuk Dizisi:258, 1996), s.34.

Halka açık anonim ortaklıklar, Ser.P.K. m.3/g de "hisse senetleri halka arzolan veya arzolanmış sayılan anonim ortaklıklar" şeklinde tanımlanmıştır. GYO'ların HAAO niteliğinde kabul edilmeleri kanun gereğidir. Kuruluşları sırasında hisse senetlerini halka arzetmedikleri ve ortak sayıları az ise halka arzetmiş sayılmayacakları halde, kurulduktan sonra halka arzda bulunmaları zorunludur⁴⁶. Kayıtlı sermayenin zorunlu tutulmuş olması da bunun göstergesidir⁴⁷. GYOT m.6/b uyarınca, ortaklığın çıkarılmış sermayesinin asgari %49'u oranındaki hisse senetlerini, bu tebliğde belirlenen süre ve esaslar dahilinde halka arz etmek üzere kurulmuş olması şarttır.

Ser.P.K. ile HAAO'lara getirilmiş olan yükümlülükler (kâr payı, kayda alınma, bilanço ve mali tablolar, bağımsız denetim, bilgi verme, özel durumların açıklanması, kamuyu aydınlatma, ilan ve reklam ilkeleri vb.) ile avantajlar (daha kolay ve yüksek miktarda tahvil ve değiştirilebilir tahvil çıkarma gibi) aksi öngörülmesi olmadıkça GYO'lara da uygulanacaktır⁴⁸.

4. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ TARİHİ GELİŞİMİ

4.1. ABD'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi

ABD'de GYO'lar ilk kez, Massachusetts eyaletinde, anonim şirketlerin gayrimenkul edinmelerini sınırlayan eyalet kanunlarına tepki olarak ortaya çıkmıştır. İlk GYO'lar Massachusetts business trust (yatırım ortaklıkları) olarak bilinmektedir⁴⁹ ve tasarruf sahiplerinin gelir getiren gayrimenkullere yatırım yapmasına olanak sağlamak için kurulmuşlardır. 19. Yüzyıl boyunca çeşitli yatırım faaliyetleri için kullanılan business trustlar 20. Yüzyılın başlarında özellikle gayrimenkul yatırımları için kullanılmıştır⁵⁰.

⁴⁶ Aynı, s.71.

⁴⁷ Tekinalp, a.g.e., s.37-38.

⁴⁸ Sumer, a.g.e., s.40-46.

⁴⁹ D.J. Derentel, *Real Estate Investment Trust*, (USA: 1995), s.2.

⁵⁰ Oğuz İmregün, *Amerikan Ortaklıklar Hukukunun Ana Hatları*, (İstanbul: İstanbul Üniv.Yay.No:1399, Hukuk Fakültesi No:308, 1968), s.27-30.

Business trust, yatırım amacıyla, kendisine verilen paraları amacına uygun olarak kullanır. Bunu yaparken, kendi malı, kendi parası üzerinde tasarruf ediyormuş gibi hareket eder. Bu tür işlemlerden doğan haklar ve özellikle idare ettiği kıymetli senetlerin mülkiyeti kendisine aittir. Trust, fon için iktisap etmiş olduğu kıymetli evrakın malikidir, ancak bundan ötürü fon yatırımcılarına hesap vermek zorundadır. Fon yatırımcıları, fona ait bu kıymetler üzerinde, sanki ikinci bir malikmiş gibi bir hakka sahiptir. Bu aynî nitelikte olan bir haktır yani aynı hak ile güvence birlikte bulunmaktadır. Bunun sonucunda, güvenilen kimse, güvenilen mal üzerinde, bir malik sıfatıyla, en geniş anlamda tasarruf yetkisine sahip olduğu gibi, güvenen kimse de aynı mal üzerinde mülkiyet hakkına benzer, aynî bir hakka sahiptir.

Business trustler 1913'den 1935'e kadar vergi yasaları tarafından korunmuş ve anonim şirketlerden farklı olarak pay sahiplerine dağıttıkları kazançları üzerinden vergilendirilmemişlerdir⁵¹. 1935 de ABD Yüksek Mahkemesi (Supreme Court), business trustlerin anonim şirket ile benzer olduğuna ve kurumlar vergisi ödemeleri gerektiğine karar vermiştir. Böylece business trustlerin sayısında bir duraklama olmuş, yeni kurulan ortaklıklar business trust şeklini tercih etmemeye başlamıştır. Gayrimenkul yatırımları için ya anonim şirket ya da kişi ortaklığı kullanılmaya başlanmıştır. Takip eden II.Dünya Savaşı yıllarında gayrimenkul yatırımları için özellikle limited partnership (adı komandit şirkete benzer) şekli kullanılmıştır.

1950'lerde hala business trust olarak faaliyet gösteren birkaç GYO kulis faaliyeti başlatmışlar ve 1956 da Kongre tarafından ilk GYO yasası kabul edilmiştir. Fakat Başkan Eisenhower bu yasayı veto etmiştir⁵². 1960 yılında yasa yeniden düzenlenmiş, Ulusal Gelir Kanununda değişiklik yapılarak kabul edilmiştir. Böylece yeni GYO'lar doğmuştur. Yasadaki düzenlemelerle GYO'lar lehine vergi koruması getirilmiştir. Bunun nedeni, GYO'ların çok büyük kaynaklarla yapılabilecek gayrimenkul yatırımlarını, küçük yatırımcıların tasarruflarını biraraya getirerek yapabilecek potansiyele sahip olmaları ve sağladığı diğer avantajlar olarak açıklanmıştır. GYO'ların

⁵¹ William A. Kelley, *Real Estate Investment Trust Handbook*, (USA: American Law Institute-American Bar Association, 1990), s.3.

⁵² Kelley, a.g.e., s.3.

sağladığı diğer avantajlar, havuzda toplanan fonların, çeşitlendirilmiş yatırım portföyüne yönlendirilmesiyle riskin geniş tabana yayılması, uzman yatırım danışmanlarının bilgisinden yararlanma fırsatı, bireysel yatırımcıların tek başına altından kalkamayacağı büyük finans projelerinin kollektif olarak finanse edilmesi olarak sıralanmıştır⁵³.

GYO yasasının getirdiği kısıtlamalar nedeniyle ilk GYO'lar kendi kendilerini ve sahip oldukları gayrimenkulleri yönetememişler, sınırlı sayıda faaliyeti yerine getirebilmişlerdir. Bir süre sonra GYO'ların sadece kira gelirlerinin toplayıcısı ve ulusal bankaların ipotek işlemlerine yardım etmek için oluşturulan kiralama bölümlerinden farklı bir şey olmadığına farkına varılmıştır⁵⁴.

1970'li yıllarda enflasyon ve inşaat sektöründeki şiddetli ekonomik durgunluğun sonucunda GYO'lar borçlanmaya başlamışlar, borçlarını ödeyemeyince bazıları tasfiye edilmiş, bazıları devredilmiş, bazıları da GYO statüsünü iptal ettirmiştir. Bunun sonucunda 1976 yılında Vergi Reform Yasası çıkarılmış ve GYO'ların kurumlar vergisinden muaf olabilmek için uymaları gereken kurallarda değişiklik yapılarak kurallar yumuşatılmıştır⁵⁵.

1981 yılında Kongre tarafından gayrimenkule getirilen vergi avantajı, örneğin; yatırımcıların GYO'lara yaptıkları her 1 dolarlık yatırım için 4 dolarlık vergi indirimi alması, ABD'de aşırı yapılaşmaya neden olmuştur. Kongre, 1986 Vergi Reformu ile temel kuralları değiştirmişse de, hem ticari gayrimenkullerde yatırım aşırı düzeyde olmuş hem de gayrimenkul arz ve talebinde inanılmaz dengesizlikler meydana gelmiştir. GYO'ların yenileştirilmesi konusundaki değişiklik paketi 1986 Vergi Reformu Kanununa dahil edilmiştir. Yapılan değişikliklerden en önemlisi GYO'ların yönetimi konusunda olmuştur. Kısa vadeli yatırım yapabilmeleri için GYO

⁵³ Peter M. Fass, Michael E. Shaff ve Donald B. Zief, **Real Estate Investment Trusts Handbook**, (USA: 1994), s.4.

⁵⁴ "Real Estate Investment Trusts", **Real Estate Review**, Summer 1998. Vol.25, Issue 2, s.20.

⁵⁵ Gaylon E. Greer ve Michael D. Farrell, **Investment Analysis For Real Estate Decisions**, (Third Edition, USA: Dearborn Financial Publishing Inc., 1992), s.443.

yönetimlerine esneklik sağlanmıştır. GYO'lara kendi gayrimenkullerini yönetmeleri için izin verilmiş, gayrimenkullerini satmak zorunda kalan GYO'lara kolaylık sağlanmıştır⁵⁶.

1990'lı yılların başlarında gayrimenkul sektöründeki ekonomik durgunluğun aşılmasıyla GYO'lara sermaye akışı başlamış ve 1991 yılında GYO'lar halka açılmıştır. GYO'lar borçtan ziyade özsermayeye dayalı olarak kurulmaya başlamışlardır. 1990'dan 1997'nin sonuna doğru GYO'ların sayısı 58'den 300'e yükselmiştir. ABD'de halka açık GYO'ların oluşturduğu pazar, 2000 yılında toplam 210 GYO'nun oluşturduğu, 350 milyar dolarlık bir varlık portföyüne ve 150 milyar dolarlık piyasa değerine ulaşmıştır⁵⁷.

4.2. Almanya'da Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi

Almanya Birinci Dünya Savaşı'nı kovalayan yıllarda Amerika ve İngiltere ile yarışabilmek için sanayiini güçlendirmek zorunda kalmıştır. Bu nedenle gerekli sermayeyi, dış ülkelere borçlanmadan bulabilmenin yolları aranmış, amacını gerçekleştirmek için yatırım ortaklıklarının ilkel türlerinden yararlanmayı düşünmüştür⁵⁸.

İlk yasal düzenleme, yatırım ortaklıklarını gerçekleştirmek ve vergi kolaylıkları sağlanmak üzere 1930 tarihinde bir yetki kanunu ile başlatılmıştır. Fakat yatırım ortaklıklarının yeni gelişmelere uygun olarak, esaslı bir şekilde düzenlenmesi konusunda hazırlık çalışmaları 1953 yılında ortaya çıkmış ve bu çalışmalar sonucunda 16.4.1957 tarihli Yatırım Ortaklıkları Kanunu kabul edilmiştir. Bu kanun çeşitli tarihlerde (1959, 1960, 1963, 1965) değişikliğe uğramıştır. 14.1.1970 yılında kanun önemli ölçüde değiştirilerek yeni bir Yatırım Ortaklıkları Kanunu (Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften vom 14 Januar 1970) yürürlüğe konmuştur. Kısa adı

⁵⁶ Belgin Akçay, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, (Ankara: İşletme ve Finans Yayınları Yay.No:5,1999), s.42.

⁵⁷ Işık Gökçaya, "Gayrimenkul Sektörü ve Sorunları", *Dünya Gazetesi*, III. Gayrimenkul Zirvesi Eki, (2 Mayıs 2002), s.2.

⁵⁸ Murat Uğur Aksoy, "Yatırım Ortaklıklarının Almanya'daki Gelişimi ve Kuruluşu", *İktisat-Maliye Dergisi*, Cilt no:2, Sayı no:2 (1974), s.66-67.

KAGG olan bu kanun Anglo-Sakson düzenlemelerinden esinlenmekle birlikte, Kara Avrupası Hukuk Sistemine uygun ve kendine özgü bir düzenleme getirmiş bulunmaktadır. Son olarak bu kanunda, 1974 yılında iki maddelik bir değişiklik yapılmıştır⁵⁹

KAGG, yatırım ortaklıklarının anonim veya limited ortaklık olarak kurulabileceklerini öngörmüş bulunmaktadır⁶⁰. Yatırım ortaklığına katılmak isteyenler katılım belgesi satın alarak bunu gerçekleştireceklerinden ortaklıkla aralarındaki ilişki sözleşme ilişkisidir. Ortaklık ilişkisinde ise yatırım ortaklığına katılım hisse senediyle olmaktadır. Sözleşme ilişkisinde yatırım ortaklığına yatırılan değerler yatırım ortaklığı adına ve ortaklığa katılanlar hesabına işletilecektir. Portföy ortaklık malvarlığından ayrı özel bir malvarlığı teşkil edecektir⁶¹. Yatırım ortaklıkları bankaların tabi olduğu denetim ve kamuyu aydınlatma hükümlerine bağlı tutulacaktır, çünkü kredi kurumları şeklinde örgütlenmektedirler⁶².

KAGG beş bölümden oluşmakta, üçüncü bölüm GYO'lara ilişkin özel hükümleri kapsamaktadır⁶³. GYO'larda portföy; kat mülkiyeti, müşterek mülkiyet, başkalarına devir edilebilen üst hakkı niteliğinde haklar ve her türlü gayrimenkulden oluşabilir. Ortaklık, portföyü, özel mal varlığı niteliğinde kendi malvarlığından ayrı tutar ve yalnızca güvenilir kişi eliyle yönetim ilkesine uygun olarak yönetir. En az üç kişiden oluşan uzman bilirkişi kurulu, yılda en az bir defa ortaklığın yatırımda bulunacağı gayrimenkul ve hakların değerini tespit eder⁶⁴. Ayrıca her gayrimenkul alış ve satışından önce bir değerlemenin yapılması zorunludur.

⁵⁹ Aytacı, a.g.e., s.255-258.

⁶⁰ Aksoy, a.g.e., s.70.

⁶¹ Sarıkamış, a.g.e., s.118.

⁶² Aytacı, a.g.e., s.255-258.

⁶³ Gayrimenkul portföyünü oluşturabilecek gayrimenkul yatırım ortaklıkları Grundstücks-Kapitalanlagegesellschaft olarak adlandırılır.

⁶⁴ Güven Vural, Yatırım Ortaklıkları, (Ankara: İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yay. No:120, 1978), s.52.

4.3. İsviçre'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi

Yatırım ortaklıkları, İsviçre'de 1929'lardan sonra ortaya çıkmıştır. Bu kuruluşlar İsviçre'ye gelen yabancı sermaye ile büyük çapta gelişmiştir. Bu kuruluşların belirgin olmayan hukuki yapılarını yasal bir düzene sokmak amacıyla 1.7.1966 tarihinde yasalaşan, 1.2.1967'den itibaren yürürlüğe giren İsviçre Yatırım Fonları Kanunu (Anlagefondsgesetz) çıkartılmıştır⁶⁵. Bugün İsviçre Yatırım Ortaklıkları uygulaması güvenilir kişi eliyle yönetim veya sözleşme modeline dayanmaktadır.

İsviçre'de de genel düzenlemelerin dışında GYO'lar için özel düzenlemeler vardır. GYO'larda üçlü bir ilişki vardır. Bu ilişkiyi oluşturan unsurlar; yönetim şirketi, saklayıcı banka ve tasarruf sahipleridir. Ortaklık yönetimiyle ortaklığa katılanlar arasındaki ilişki bir sözleşme ile belirlenir. Buna "kollektif yönetim sözleşmesi" denir. Gayrimenkul portföyünün yöneticisi, ortaklık portföyündeki gayrimenkulleri serbestçe satabilir ve üçüncü kişilerden gelen hukuk dışı müdahalelere karşı savunup müdahaleyi önleyebilir. Tasarruf sahibi, ortaklığa yatırdığı parasını kendi likit hale getiremez, sadece yönetimi dava edebilir ve kendi haklarını yazılı olarak isteyebilir. Yani, tasarruf sahipleri ortaklığın yönetimine müdahale edemezler.

İnşaat maliyetlerinin mali açıdan doğruluğu, gayrimenkullerin alış ve satış fiyatlarının doğruluğu bir veya iki tane bağımsız gayrimenkul eksper tarafından belirlenir⁶⁶.

4.4. Avrupa Birliği'nde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Avrupa Birliği'nde yatırım ortaklıkları, Avrupa Birliği Konseyinin 20 Aralık 1985 tarih ve 85/611 sayılı Menkul Kıymetlere Yatırım Yapmak Suretiyle Portföy İşleten Kollektif Yatırım Kuruluşlarıyla İlgili Kanun, Yönetmelik ve İdari

⁶⁵ Kemal Tahir Gürsoy, *Yatırım Fonları*, (Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Yay.No: 125, 1977), s.191.

⁶⁶ Enzo Belando, "Real Estate Investment Funds in Switzerland", *Funds and Portfolio Management Institutions*, (USA: 1991), s.98-99.

Düzenlemelerin Koordinasyonuna İlişkin Yönergesi⁶⁷ ile düzenlenmiştir. Yönergede 22 Mart 1988, 29 Haziran 1995, 7 Kasım 2000, 21 Ocak 2002 tarihlerinde değişiklik yapılmıştır.

85/611/EEC Sayılı Konsey Yönergesinde amaç; bütün birlik içinde yatırımcılara yeknesak ve daha etkin bir koruma sağlamak için, menkul kıymetlere yatırım yapmak suretiyle portföy işleten yatırım ortaklıkları, yatırım fonları gibi kolektif yatırım kurumlarını düzenleyen ulusal yasaların koordinasyonunu sağlamaktır⁶⁸. Ayrıca bu şirketlere tek bir lisansla AB genelinde hisse senetlerini ve katılma belgelerini pazarlama izni verilmesi amaçlanmaktadır.

Söz konusu yönergede yatırım ortaklıkları, yatırım fonları gibi kolektif yatırım kurumlarıyla ilgili düzenlemeler yer almaktadır. Bu yönergeyle tasarruf sahiplerini tüm Birlik çapında korumak amacıyla yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları gibi kolektif yatırım kurumlarının kuruluş, çalışma ve faaliyetlerinin düzenlenmesi ve tüm Birlik nezdinde bu düzenlemeler arasında koordinasyonun sağlanması amaçlanmıştır⁶⁹. Bu düzenlemeyle bir yatırım ortaklığı hisse senetlerini Birliğe üye herhangi bir ülkede rahatça pazarlayabilecektir. Bu arada bu ülkede yürürlükte bulunan kanunlara da uygun davranmalıdır.

Söz konusu yönerge gayrimenkul, döviz ya da emtia gibi menkul kıymet dışı değerlere yapılan yatırımları kapsamamaktadır. Sadece menkul kıymetlere yatırım yapan kurumlar yönergenin gereklerini yerine getirmek zorundadır. Buna göre yönerge GYO'ları kapsamamaktadır. GYO'larla ilgili Birlik düzeyinde özel bir düzenleme mevcut değildir. Her üye ülkenin bu konuda serbestçe düzenleme yapma yetkisi bulunmaktadır.

⁶⁷ Council Directive of 20 December 1985 on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities-UCITS, www.europa.eu.int, 15 Kasım 2002 tarihli internet sayfası

⁶⁸ Can Fuat Gürlehel, Kerem Alkin ve Sadi Uzunoğlu, **Avrupa Sermaye Piyasaları, Bütünleşme ve Türk Sermaye Piyasası**, (İstanbul: İMKB Araştırma Yayınları No:10, 1997), s.32.

⁶⁹ Aynı, a.g.e., s.32.

4.5. Türkiye'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi

GYO'ların Türk Hukuku'nda ve ekonomisinde birkaç yıllık geçmişi olmasına rağmen, uygulamada büyük gelişme potansiyeli göstermekte ve sayıları giderek artmaktadır.

Türkiye'de gayrimenkul, tasarruf sahipleri tarafından her dönemde tercih edilen yatırım araçlarından biri olmuştur. Gayrimenkule yatırım yapabilecek anonim ortaklıkların kurulması ve genel hükümler uyarınca halka açılması her zaman mümkündür. Fakat, hisse senedine yatırım yapacak kişiler açısından güven oluşturacak bir denetleme mekanizması olmadan istenen başarı gerçekleşmezdi. İşte bu gelişmeyi gören kanun koyucu ve SPK gerekli düzenlemeyi yaparak ilk adımı başlatmış oldu⁷⁰.

İlk olarak 1992 yılında 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununda yapılan değişikliklerle yatırım ortaklıkları sermaye piyasası kurumları arasında sayılmış (Ser.P.K. m.32) ve yatırım ortaklıklarının sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler işletmek amacıyla kurulan ortaklıklar (Ser.P.K. m.35) olduğu belirtilmiştir. GYO'ların yasal düzenlenişi, bu konuda çıkarılmış ve 22.07.1995 tarih ve 22351 Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:V No:7 Sayılı "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile olmuştur. Bu tebliğin yayımlanmasından itibaren uzunca bir süre uygulama alanı bulunamamıştır. 1997 ve 1998'de toplam 5 tane GYO faaliyete geçmiş ve bu arada çok sayıda şirketler grubu da GYO kurma çalışmalarına başlamıştır⁷¹. Böylece uygulamada sorun yaratan konular belirginleşmiş bunun üzerine 8.11.1998 tarihinde SPK tarafından yeni bir tebliğ yayımlanmış ve uygulama tamamen yenilenmiştir⁷². 8.6.2000 tarihli son düzenleme ile de GYO'lara aynı sermaye koyma imkanı sağlanmıştır. Ser.P.K.'da ve buna bağlı olarak GYO Tebliğinde yapılan bu değişiklik ile, ortaklar ellerindeki değerli gayrimenkulleri sermayeye ilave etmek suretiyle GYO portföyüne dahil edebileceklerdir.

⁷⁰Saba Özmen, "Taşınmazların Menkul Kıymetleştirilmesinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları", *Yaklaşım Dergisi*, Yıl No: 6, Sayı No:67 (Temmuz 1998), s.74.

⁷¹ Önder Sezgi ve Arzu Kocatürk, "Yeni SPK Tebliği ve Vergi Mevzuatındaki Değişikliklerden Sonra Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları", *Vergi Dünyası*, Sayı no:214, (Haziran 1999), s.99.

⁷² Seri:VI No:11 Sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, *Resmi Gazete*, 8 Kasım 1998, Sayı:23517.

Türkiye’de halen halka açık 9 GYO vardır. Bunlardan sekizi İMKB’de işlem görmektedir, bir GYO’nun kontrolü ise Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonuna geçmiştir. GYO’ların toplam piyasa değeri yaklaşık 800 milyon dolardır⁷³.

5. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ ÖNEMİ VE FAYDALARI

5.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Önemi

Anonim ortaklık ortaklarının sınırlı sorumluluk taşımaları ve böylece ortak olanların sadece sermaye payını tehlikeye atmaları büyük meblağların toplanması imkânını yaratmaktadır. Az bir para ile bilgi ve tecrübeye ihtiyacı olmaksızın, küçük tasarruf sahipleri, büyük işlere katılabilmektedir. Tasarrufların sermaye piyasası araçlarına (hisse senetleri ve tahviller) yatırılması, bir bakıma mülkiyeti yaygınlaştırmakta, halk kapitalizmini sağlamaktadır. Tüzel kişiliğin sağladığı ayrı mal varlığı ve örgüt, uzman bir kadronun büyük imkanları kullanmasına ve ekonomiye katkıda bulunmasına yol açmaktadır⁷⁴. Anonim ortaklıklar özellikle sermaye piyasalarının oluşturulduğu ülkelerde ekonominin finans gereksinimi ile küçük tasarruflar arasında, köprü görevini görmektedirler⁷⁵.

Diğer taraftan gayrimenkuller, hemen hemen her ülkede, ülkenin maddi unsurunu oluşturma yanında ekonomik açıdan da giderek artan bir öneme sahiptirler. Türkiye gibi yüksek enflasyonla sürekli mücadele içindeki ülkelerde gayrimenkuller, çoğunlukla enflasyon oranını aşan getirileriyle, sahiplerinin mal varlıklarına değer katmaktadırlar. Gayrimenkul, enflasyona karşı korunmada (hedging) en iyi yatırım alternatiflerinden biridir. Gayrimenkul yatırımının hem beklenen, hem de beklenmeyen enflasyona karşı etkili bir korunma sağladığı birçok araştırmada vurgulanmıştır⁷⁶. Beklenen getirinin fiilen sağlanması gayrimenkulün satışına bağlıdır. Gayrimenkul

⁷³ www.gyoder.org.tr, 1.12.2002 tarihli internet sayfası

⁷⁴ Reha Poroy, Ünal Tekinalp ve Ersin Çamoğlu, *Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku* (Yedinci Bası, İstanbul: 1997), s.225.

⁷⁵ Hamdi Yasaman, *Menkul Kıymetler Borsası Hukuku*, (İstanbul: 1992), s.8.

⁷⁶ Nazım Ekren ve Osman Gürbüz, “Gayrimenkullerin Menkul Kıymetleştirilmesi”, *Active* (Bankacılık ve Finans Dergisi), Yıl:1, Sayı no:5 (Şubat-Mart 1999), s.82.

edinmek çok para gerektirdiği ve çok sınırlı sayıda kişi, genellikle spekülasyon amacıyla gayrimenkul alım-satımı yaptıkları için, küçük tasarruf sahiplerinin gayrimenkullere yatırım yapabilmeleri pek yaygın ve olanaklı değildir⁷⁷.

Gayrimenkulün diğer yatırım seçeneklerine göre, üstün ve zayıf yönleri vardır⁷⁸. Gayrimenkul yatırım alternatifi olarak; beklenmeyen enflasyona karşı koruma sağlar, kira gelirleri dolayısıyla belli dönemler itibariyle nakit getiri sağlar, gelir değişkenliği diğer yatırım seçeneklerine göre daha az düzeydedir. Gayrimenkul fiyatları menkul kıymet fiyatları ile ters yönde hareket ettiğinden, gayrimenkul yatırımı portföyün sistematik riskini azaltır, gayrimenkul aracılığı ile borçlanma imkanı sağlanarak finansal kaldıraç etkisi yaratır. Gayrimenkul yatırımı diğer yatırım araçlarına göre daha çok vergi muafiyeti sağlar, amortisman ayırma imkanı sağlar. Bunlar gayrimenkulün yatırım seçeneği olarak üstünlükleridir⁷⁹.

Gayrimenkul yatırımlarının istendiği anda nakde dönüşmemesinden dolayı likidite riski, ekonomik ve hukuki şartlardan dolayı anapara kaybı riski, taşıdığı riskler olarak görülmektedir⁸⁰.

Medeni Kanunun taşınmaz rehnine ilişkin hükümleri (MK m.850 vd.) bir alacağı güvenceye bağlamak yanında, gayrimenkul değerinin bağımsızlaştırılarak menkul kıymetleştirilmesine ve tedavülüne ilişkin düzenlemeler de içermektedir. Fakat bu amaca yönelik senetler olan ipotekli borç senedi ve irad senetlerine (MK m.898 vd.) uygulamada başvurulmaması ne yazık ki çok yüksek rakamlara ulaşan gayrimenkul değerlerini ekonominin yararlanmasından yoksun bırakmıştır⁸¹. Oysa gayrimenkul değerlerinin, menkul kıymetleştirilerek tedavül olanağına kavuşturulması, ekonomik

⁷⁷ Mehmet Bahtiyar, "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Önemi ve Yararları", *Dünya Gazetesi*, (2 Haziran 1999), s.13.

⁷⁸ William Benke ve Joseph M. Fowler, *All About Real Estate Investing From the Inside Out*, (Chicago: Irwin Professional Publishing, 1995), s.1.

⁷⁹ Murat Bahadır Teker, *Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı*, (İlk Baskı, Ankara: SPK Yay. No:43, 1996), s.64.

⁸⁰ Cemal Boyraz, "Gayrimenkullerin Menkulleştirilmesi Yöntemiyle Konut Finansmanının Sağlanması", *Bankacılar Dergisi*, Yıl No:8, Sayı No:22, (Eylül 1997), s.16.

⁸¹ Bahtiyar, "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının...", a.g.e., s.13.

zorunluluk arzemektedir. Bu değerlerin menkul kıymetleştirilmesi güvenli ve yaygın yatırım araçları ile tedavülünün sağlanması yanında, özellikle ve münhasıran gayrimenkullere ilişkin faaliyetleri konu edinen ortaklıkların teşvik edilmesi ve geliştirilmesi gerekir. GYO'ların varlık nedeni bu gereksinmelerde aranmalıdır.

GYO'lar bir yandan SPK 36. maddesi uyarınca, kayıtlı sermayeli anonim ortaklık türünde oluşma ve örgütlenme nedeniyle bu ortaklıkların işlevini, diğer yandan faaliyet alanları gereği küçük tasarrufları yönlendirdikleri gayrimenkul değerlerinin ekonomik işlevini birlikte gerçekleştirebilecek niteliktedirler⁸².

5.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Faydaları

5.2.1. Ülke Ekonomisine Sağladığı Faydalar

Sağlıklı kullanıldığı takdirde ülke kalkınmasına ve toplum gelişmesine büyük katkı sağlayabileceği düşünölen GYO'ların gelişimi birçok konuda yarar sağlayacaktır. Öncelikle ekonominin temel sorunu olan finansman kaynağı sıkıntısı giderilecek, büyük gayrimenkul projelerinin finansmanı için kaynak bulunacak, gayrimenkullerin uzman kişilerce, rasyonel ve verimli bir yöntemle değerlendirilmesi saęlanacaktır⁸³. Gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları, sermayenin geniş bir tabana oturtulmasına yardım edecektir.

GYO'lar gayrimenkulleri menkul kıymetleştirerek likit hale getirebilirler. Atıl durumdaki kaynaklar sermaye piyasasına ve dolayısıyla ülke ekonomisine kazandırılabilir⁸⁴.

GYO'lar görel olarak küçük yatırımcıların büyük ölçekli gayrimenkul yatırımlarına katılabilmelerine olanak saęlayacaktır⁸⁵.

⁸² Aynı, a.g.e., s.13.

⁸³ Aynı, a.g.e., s.13.

⁸⁴ Muhsin Mengütürk, "GYO Taleplerinde Önemli Artışlar Gözleniyor", *Dünya Gazetesi Eki, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, (8 Mart 2000), s.6.

⁸⁵ Gökçe, a.g.e., s.30.

Gayrimenkul sektörünün yüksek maliyetli yatırım gerektiren yapısı içerisinde GYO'lar büyük ölçekli kentsel gayrimenkul projelerinin gerçekleşmesine olanak sağlamaktadırlar. İnşaat yatırımlarının ekonomik etkileri dikkate alındığında, GYO, toplu konut, ticaret ve iş merkezleri, turizm alanında otel ve tatil köyü gibi tesislerin üretim ve işletimini imkan dahiline sokarak diğer sektörlerin de gelişimine katkıda bulunmaktadır⁸⁶. İnşaat sektöründeki canlanma istihdam ve gelir yaratan bir etki yaratarak ekonominin canlanmasına önemli katkı sağlayabilir.

Devlet ve diğer kamu tüzel kişilerinin mülkiyetinde olan gecekondulaşmaya, siyasi hesaplarla yağmalanmaya ve hoyratça tasarruf edilmeye elverişli taşınmazlar, GYO faaliyetlerine çok uygun zemin oluşturabilir. Tam rekabet piyasasında gerçek değerini bulabilecek Hazine arazileri üzerinde, makro ölçekli planlar ile büyük kentleşme projeleri ve toplu konutlar hayata geçirilebilir⁸⁷. Böylece büyük şehirlerimizdeki çarpık kentleşme azaltılabilir.

GYO hisse senetlerinin borsada likidite kazanması ve portföy yoluyla yatırımın çeşitlendirilmesi, alternatif yatırımcıların sermaye piyasasına çekilmesine büyük katkı sağlar. Özellikle yabancı sermayenin cezbedilmesi ve ülkeye girişinin sağlanmasında bu ortaklık türü elverişli olup, uzun vadeli yatırım araçları peşinde olan büyük çaplı yabancı fonlardan Türkiye'nin yararlanmasına hizmet edebilir⁸⁸. Uluslararası piyasalara açılan Türkiye'ye GYO'lar sermaye girişi yanında teknoloji transferi de sağlayacaktır⁸⁹.

⁸⁶ Metin Gürdere, "Yatırım Ortaklıkları", *Yaklaşım*, Yıl No:6, Sayı No:68, (Ağustos 1998), s.13.

⁸⁷ Saba Özmen, "Taşınmazların Menkul Kıymetleştirilmesinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları", *Yaklaşım Yayıncılık-ARC Eğitim İşbirliğiyle 27.6.1998'de İstanbul'da yapılan "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Paneli"*ne sunulan basılmamış tebliğ, s.7", Bahtiyar, a.g.e., s.13 'deki alıntı.

⁸⁸ Bahtiyar, a.g.e., s.13.

⁸⁹ Gökçe, a.g.e.,s.31.

5.2.2. Yatırımcılara Sağladıkları Faydalar

Gayrimenkul malikleri ve yatırımcıları, gayrimenkullerini satmak, kiralamak ve sermaye olarak koymak suretiyle değerlendirebilir böylece likidite sorunlarını çözebilirler. GYO'lar sayesinde gayrimenkul piyasaları canlılık kazanacaktır.

GYO girişimcisi yüksek faiz yükü altına girmeden inşaat yatırımını küçük tasarruf sahiplerinin birikimine başvurarak sağlayabilecektir. Bunun karşılığında, yönetim kurulu seçiminde imtiyaz sağlayan farklı grup hisse senedi ile şirket yönetimindeki inisiyatifini kaçırmamış olacaktır⁹⁰.

Bizzat ve doğrudan gayrimenkule yatırım yaparak, bunu kiralamak ve kira geliri elde etmek isteyen kişi bir çok sorunla karşılaşabilir: Kira bedelinin geç ödenmesi veya hiç ödenmemesi, ihtarlar, tahliye davası, artırım miktarının saptanması, ödenecek vergiler ve bunun gibi. Oysa bu kişi bir GYO'ya yatırım yaparsa, uzman kişilerce yönetilen ve SPK tarafından sürekli denetlenen bir gayrimenkul portföyünün gelirlerinden yararlanabilecektir.

Yatırımcılar ortaklık portföyünün kazancına iştirak etmek ve satın aldıkları hisse senetlerini borsada likidite etmek yanında, borsada oluşan fiyat dalgalanmalarından da yararlanırlar. Ayrıca ortaklık portföyü bu alanda uzman kişiler tarafından yönetileceğinden herhangi bir kişinin kendi başına yatırım yapmasından daha etkin sonuçlar elde edilebilir. Yatırımcılar açısından gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı yatırımlar psikolojik bir güven unsurudur. GYO'lar hem yatırımcıların bu ihtiyacını karşılayabilir hem de önemli bir yatırım seçeneği olabilir. Çeşitlendirme yoluyla riskin azaltılabilmesi ve borçlanabilme olanakları ile ek kaynak yaratabilmeleri yatırımcıları doğrudan gayrimenkul yatırımı yerine GYO'lar aracılığı ile gayrimenkullere yatırıma yönlendirebilir. GYO'ları avantajlı hale getiren bir başka husus sağlanan vergi teşvikleridir⁹¹. Devletin konut ve gayrimenkul sorununu kamusal bir olgu olarak

⁹⁰ Özmen, a.g.e., s.80.

⁹¹ Güngör, a.g.e., s.31.

algılaması sonucunda uygulanan vergi teşvikleri gayrimenkul finansmanında GYO'ları cazip hale getirmektedir⁹².

6. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ FAALİYET İLKELERİ

6.1. Riskin Dağıtılması İlkesi

Yatırımcıların tasarruflarını korumak amacıyla riskin dağıtılması ilkesi kabul edilmiştir⁹³. Amaç tasarruf sahibine düzenli ve sürekli gelir sağlamaktır.

Riskin dağıtılması GYO'ların yatırımlarını tek bir gayrimenkule ya da gayrimenkule dayalı sermaye piyasası aracına değil, farklı gayrimenkullere ve sermaye piyasası araçlarına yönelterek çeşitlendirme yapmasıdır.

Kuşkusuz bir yatırımcının tek başına gayrimenkul yatırımlarını çeşitlendirme imkanı sınırlıdır. GYO'lar yatırımcıya, çok sayıda ve çeşitli gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapma imkanı verir. Bu şekilde bir yandan riskin dağıtılması mümkün olurken bir yandan da karın maksimizasyonu için elverişli bir ortam oluşturulur⁹⁴. GYO'lar yatırımcılarına riski en aza indirilmiş bir gayrimenkul portföyü sunarlar.

GYO Tebliği'nin portföyün çeşitlendirilmesi başlıklı 30. maddesine göre; genel amaçlı gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföyünün en az 3 farklı gayrimenkul ve/veya gayrimenkul projesinden oluşması, belirli alanlarda faaliyet göstermek veya belirli projelere yatırım yapmak üzere kurulan ortaklıkların portföylerinin en az yüzde yetmişbeşinin de unvanlarında ve/veya ana sözleşmelerinde belirtilen varlıklardan oluşması zorunludur.

⁹² Mengütürk, a.g.e., s.6.

⁹³ Hamdi Yasaman "Fransız Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonları", *İktisat Maliye Dergisi*, Cilt No:20, Sayı No:4, (1973), s.149.

⁹⁴ Güngör, a.g.e., s.33.

6.2. Uzman Bir Kadro İle Portföyün Yönetilmesi İlkesi

GYO yönetiminin gayrimenkul yatırımları konusunda uzmanlaşmış olması ve bireysel yatırımcılardan toplanan fonları yönetebilecek kadrosunun bulunması gerekir. Uzman kadro oluşturularak kurumsal bilgi birikimi, tecrübe ve uzmanlık yaratılır ve yapılacak yatırımlarda bundan yararlanılabilir. GYO'lar yoluyla yapılan kurumsal yatırımlar ve tecrübeler GYO'lar tarafından yatırımcıya sunulan önemli bir avantajdır⁹⁵.

GYO'ların genel nitelikte ekonomik araştırmalar ve ileriye dönük tahminler yaparak ortaklarının satın alma gücünü koruması, onlara devamlı ve güvenli gelir sağlaması, rasyonel bir yönetimle ortaklık portföyünü sermaye piyasasının ve iş yaşamının değişik gerek ve koşullarına göre ayarlaması ve sermaye piyasası araçlarının alınıp satılabileceği en uygun zamanı seçmesi gerekir⁹⁶.

6.3. Kamuyu Aydınlatma İlkesi

Kamuyu aydınlatma ilkesi, halka açık anonim ortaklıklar için kabul edilmiş bir ilkedir⁹⁷. GYO'lar da halka açık kurumlar olduğundan bu ilke onlar için de geçerlidir. GYO'lara giriş ve çıkışın serbest olması ve ortakların her zaman artabilmesi nedenleriyle bu ortaklıkların kamuya geniş bilgi vermeleri gerekmektedir. Bu ortaklıklar adeta "camdan bir evde" oturmaktadırlar⁹⁸. Tekinalp kamuyu aydınlatma ilkesini şöyle tanımlamaktadır⁹⁹: "Kamuyu aydınlatma ilkesi, ortaklık pay sahipleri ve alacaklılarının menfaatlerini korumaya ve haklarını bilinçli ve etkili bir şekilde kullanmaya yardım eden; gelecekteki pay ve tahvil sahiplerinin ve sermaye piyasasının

⁹⁵ Aynı, s.33.

⁹⁶ Raif Olgun, "Investment Trust'ler", 3. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası, (Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 13-18 Mayıs 1963), s.394.

⁹⁷ Nisim Franko, "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı", *Batıder*, Cilt no:XIII, Sayı No:2, (1985), s.40.

⁹⁸ Yasaman, "Fransız...", a.g.e., s.150.

⁹⁹ Ünal Tekinalp, *Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri*, (İkinci Basım. İstanbul: İstanbul Üniv. Yay.No:2615, Hukuk Fakültesi No:589, 1979), s.53.

diğer ilgililerinin aldatılmalarını önleyip, ortaklık yararına kazanılmalarını sağlayan; özel ekonomik gücün, milli ekonominin gereklerine ve faydasına uygun çalışmasını gerçekleştiren; gerek iç, gerek dış denetimi kapsamı içine alan, ilkelerin tümüdür.”

Kamuyu aydınlatma ilkesi, kısaca, bir ortaklığın durumu, ekonomik faaliyeti ve mali gücü konusunda verilen bilgilerin, yapılan açıklamaların tümüdür. Bu ilkenin şekli ve maddi olmak üzere iki anlamı vardır. Şekli anlamda kamuyu aydınlatma ilkesi, bütün bilgilerin ve açıklamaların, yayınların ilan edilmesidir. Maddi anlamda kamuyu aydınlatma ilkesi ise bilgilerin, ilan edilen ve yayınlanan konuların kapsamlarının anlaşılır açıklıkta olmasıdır¹⁰⁰.

7. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ SINIFLANDIRILMASI

7.1. Gelir Kaynaklarına Göre

GYO'lar gelir kaynaklarına göre üçe ayrılmaktadır. Bunlar:

- Özsermayeye Dayalı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (Equity REITs)
- İpoteğe Dayalı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (Mortgage REITs)
- Karma Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (Hybrid REITs)

7.1.1. Özsermayeye Dayalı GYO'lar (Equity REITs)

Portföylerindeki gayrimenkullerin mülkiyetine sahip olan gayrimenkul yatırım ortaklıklarıdır. Özsermayeye dayalı GYO'lar; iş merkezleri, alışveriş merkezleri ve bunlar gibi gayrimenkullerin başlıca alıcısıdırlar¹⁰¹. Portföy kazancı kira gelirlerinden ve portföydeki gayrimenkullerin satışından sağlanan gelirlerden oluşmaktadır. Ancak özsermayeye dayalı GYO'ların temel gelir kaynağı sürekli olarak sağlanan kiralardır.

¹⁰⁰ Hürriyet Mutlu, “Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları ve Türkiye’de Sermaye Piyasası Bakımından Önemi” (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1988), s.52.

¹⁰¹ Jack Cummings, *Real Estate Financing Manual A Guide To Money-Making Strategies*, (New Jersey: Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1987), s.82.

Özsermayeye dayalı GYO'lar yatırımcılara iki imkan sağlamaktadır¹⁰²:

- Profesyonel yönetim altında, gayrimenkul ve haklardan oluşan çeşitlendirilmiş bir portföye yatırım yapmak
- Örgütlenmiş piyasalarda ticareti yapılan hisse senetlerine sahip olmak.

Özsermayeye dayalı GYO'lar, bir gayrimenkulü tümüyle elde ederken daha fazla likiditeye sahip olma imkanı yaratmaktadır. Bireysel yatırımcıların katılım paylarından ve diğer kaynaklardan elde ettikleri fonlar bir havuzda toplanmakta ve arazilerin, binaların, alışveriş merkezlerinin satın alınmasına imkan verecek şekilde kullanılmaktadır.

7.1.2. İpoteğe Dayalı GYO'lar (Mortgage REITs)

İpoteğe dayalı GYO'lar gayrimenkuller için uzun vadeli finansman sağlarlar. Özellikle inşaatı tamamlanmış gayrimenkuller üzerinde uzun vadeli ipotek yaparlar¹⁰³. İpoteğe dayalı GYO'lar kredi veren konumundadırlar. Yatırıma yönelik varlıkların en az %75'i ipoteklerle teminat altına alınmış borçlardan oluşmaktadır. Faizlerden sağlanan kazançlar ödünç para vermek için kullanılmaktadır¹⁰⁴.

İpoteğe dayalı GYO'lar gayrimenkullerin mülkiyetine sahip değildirler ve bu yönleriyle özsermayeye dayalı GYO'lardan ayrılırlar. Bu ortaklıklar daha çok, ipotek ile teminat altına alınmış menkul kıymetlerin (tahvil, bono, hisse senedi vb.) sahibidirler¹⁰⁵. Başlıca gelirleri ipoteklerle teminat altına alınan kredilerden kazanılan faiz gelirleridir.

¹⁰² William B. Brueggeman ve Jeffrey D. Fisher, **Real Estate Finance and Investments** (10.Baskı, USA: Times Mirror Higher Education Group Inc. Company, 1997), s.666.

¹⁰³ Frank K. Reilly ve Edgar A. Norton, **Investments**, (Fourth Edition, USA::The Dryden Press Harcourt Brace College Publishers, 1995), s.69.

¹⁰⁴ "Real Estate Investment Trust: The Low Risk, High Yield, Asset-Growth Opportunity", **The New York Institute of Finance**, Division of Simon&Schuster, Inc., (1988), s.26.

¹⁰⁵ Belgin Akçay, a.g.e.,s.28.

İpotek, bankalar veya diğer kredi verenler tarafından bir gayrimenkul alıcısına verilen borcu teminat altına alan gayrimenkul taahhütüdür¹⁰⁶. İpotek kredileri basit bir şekilde yapılandırılmaktadır. Verilen kredi miktarına tüm kredi dönemi için sabit bir faiz oranı uygulanmaktadır ve kredi aylık periyotlarda anapara ve faiz taksitleri olarak geri ödenmektedir. Yapılan ödemeler (anapara artı faiz) aylar itibariyle birbirine eşit veya aşağı yukarı aynı seviyededir. Bu kredilerde vade ipotek altına alınan gayrimenkullerin türüne bağlı olarak 12 yıl ile 40 yıl arasında değişmektedir.

Kredi miktarının geri ödenememesi, banka veya kredi verene ipotekli gayrimenkulün satılması vasıtasıyla ödenemeyen kredi miktarının faizleriyle birlikte tahsili imkanını verir¹⁰⁷.

ABD'de 1960'lı yılların sonu ve 1970'li yılların başında ipoteye dayalı GYO'lar özellikle inşaat projelerinin finansmanında, kaynak sağlamada yaygın olarak kullanılmıştır. Ancak 1974 yılında meydana gelen genel ekonomik resesyon sonucu, bankaların kredi faizleri beklenmeyen düzeyde yükselmiştir. Fonların maliyetindeki bu beklenmeyen artış, pek çok GYO'nun zararına faaliyet göstermesine neden olmuştur¹⁰⁸. Bunun sonucunda derecelendirilmiş-ödemeli ipotekler (Graduated-Payment Mortgages), ayarlanabilir-oranlı ipotekler (Adjustable-Rate Mortgages) gibi faiz riskini ortadan kaldırma amacına yönelik çok sayıda ipotek çeşidi uygulanmaya başlanmıştır. Örneğin; derecelendirilmiş-ödemeli ipotekler 1976 yılından beri uygulanmaktadır ve geleneksel ipoteklerden farklı olarak derecelendirilmiş geri ödeme imkanı sağlarlar. Anapara ve faiz ödemeleri nispeten düşük seviyeden başlar ve yıllar itibariyle ödenen miktarın belli bir yüzdesi olarak artar. Yani geleneksel ipoteklerin aksine ödenen anapara ve faiz taksitleri yıllar itibariyle birbirine eşit veya aşağı yukarı aynı düzeyde değildir¹⁰⁹.

¹⁰⁶ "Real Estate Investment Trust: The Low Risk...", a.g.e., s.26-27.

¹⁰⁷ Eda İnan, "Gayrimenkul Yatırım Fonları ve Türkiye'de Beklenen Yararları" (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Hacettepe Üniversitesi SBE, 1995), s.31.

¹⁰⁸ Akçay, a.g.e., s.28.

¹⁰⁹ Dexter Senft, *The Handbook of Mortgage-Backed Securities: Mortgages*, (Boston: The First Boston Corporation, 1985), s.362-371.

İpoteğe dayalı GYO'ların hisselerinin sağladığı getiri oranı iki popüler gelir aracı olan kamu hisseleri ve devlet tahvillerinin sağladığı getiri oranından genellikle daha yüksektir. İpoteğe dayalı GYO'larda karşılaşılan en önemli problem, fonların faiz oranlarındaki dalgalanmalara karşı aşırı duyarlı olmalarıdır. Çünkü fonların kazançları gayrimenkullerin kiralanması veya satılmasından ziyade ödünç verilen paralardan elde edilen faiz ödemelerinden oluşmaktadır¹¹⁰.

7.1.3. Karma GYO'lar (Hybrid REITs)

Özsermayeye dayalı GYO'lar ve ipoteğe dayalı GYO'ların avantajlı tarafları birleştirilerek karma ortaklıklar oluşturulmuştur. Bu ortaklıklara karma (hybrid) ortaklıklar denmektedir. Özsermayeye dayalı GYO'lar ile ipoteğe dayalı GYO'ların yatırım stratejilerini birlikte kullanır. Yani hem gayrimenkul sahipliğini hem de ipoteklerle teminat altına alınmış yatırımları içerir¹¹¹.

7.2. Faaliyet Sürelerine Göre

Faaliyet sürelerine göre GYO'lar iki gruba ayrılmaktadır:

- Belirli süreli GYO'lar (Finite Life REITs)
- Belirsiz süreli GYO'lar (Non-Finite Life REITs)

7.2.1 Belirli Süreli GYO'lar (Finite-Life REITs)

Belirli süreli GYO'lar belirli bir tarihe kadar varlıklarını satmak ve kazancı hisse sahiplerine dağıtmak zorundadırlar. Belirli süreli GYO'lar ihraç zamanında özel bir bitim tarihi esas alınarak genellikle 8 ila 15 yıl için düzenlenirler¹¹².

¹¹⁰ İnan, a.g.e., s.32.

¹¹¹ "Real Estate Investment Trust: The Low Risk...,a.g.e., s.26-27.

¹¹² Aynı, s.27.

Bu ortaklıklar, son yıllarda, gayrimenkul yatırımlarındaki değer artışlarını hisse senetlerine yansıtma başarısız olan GYO'lara tepki olarak yaygınlaşmıştır¹¹³. Yatırımcılar bugün ve gelecekte GYO'ların temelini oluşturan varlıkların aktif değerinden daha fazla kazanç beklemektedirler. Belirli süreli GYO'ların hisse senetleri, ortaklığın vadesi içinde aktifin kazanacağı değer tahminine göre satılmaktadır¹¹⁴.

7.2.2. Belirsiz Süreli GYO'lar (Non-Finite Life REITs)

Belirsiz Süreli GYO'ların faaliyet süreleri daimidir. Bu tür GYO'lar portföylerini oluşturan gayrimenkullerin satışı ve kiralanması sonucu sağladıkları kazançlarını mevcut veya yeni gayrimenkullere yeniden yatırmak suretiyle değerlendirirler. Tabii ki belirsiz süreli GYO'larda mevcut statülerini koruyabilmek için faiz ödemeleri veya kira gelirleri dolayısıyla sağladıkları nakit akımlarının büyük bir kısmını pay sahiplerine dağıtmak zorundadırlar¹¹⁵.

7.3. Yatırım Yaptıkları Gayrimenkullerin Türüne Göre

Kimi GYO'lar alışveriş merkezleri, konutlar, iş merkezleri, depolar, oteller gibi çeşitli gayrimenkullere yatırım yaparlarken kimi GYO'lar da tek bir gayrimenkul türünde uzmanlaşırlar. Örneğin, alışveriş merkezleri ya da fabrika satış mağazaları gibi. Kimi GYO'lar da sadece sağlık bakım tesisleriyle ilgilenebilirler. Örneğin, hastaneler, ilk yardım merkezleri, rehabilitasyon merkezleri, tıbbi iş merkezleri, bakım evleri gibi¹¹⁶.

¹¹³ Kelley, a.g.e., s.9.

¹¹⁴ Akçay, a.g.e., s.24.

¹¹⁵ "Menachem Rosenberg, "REITs Emerge As Sources of Real Estate Finance and Investment", *Real Estate Review*, Fall:41-50, (1986), s.43.

¹¹⁶ www.nareit.com/faq, 28.4.1999 tarihli internet sayfası

7.4. Finansal Kaldıraç Oranının Düşük veya Yüksek Olmasına Göre

Özsermayeye dayalı GYO'lar gayrimenkulleri satın alırken kısmen ipotekli finansman yolunu kullanabilirler. Satın alınan varlıkların değerinin %90'ına kadar dış finansman sağlanabilir. Finansal kaldıraç oranı düşük olan GYO'lar borçla finansman yolunu tercih etmezler. GYO'ların yatırım politikasının bir parçası olarak dış finansman sağlamayı planlayıp planlamadığını ortaklığı tanıtan broşürlerde belirtmeleri gerekir¹¹⁷.

7.5. Kapsamının Tanımlanmış Olup Olmamasına Göre

Özsermayeye dayalı GYO'lar genelde kapsamı tam tanımlanmamış ortaklıklar olarak bilinirler. İntifa hakkı sahipleri belirsiz bir dönemde elde edilen, miktarı kesin olmayan çeşitli kira gelirleri ve belirsiz kâr paylarına yatırım yapmışlardır. Bu ortaklıklar, yatırım hedeflerine ulaşmak için trustee (güvenilir kişi) tarafından belirlenen gayrimenkulleri satın alırlar. Elde edilmesi beklenen gayrimenkullerin yapısı ve ortaklığın hedefleri ortaklığı tanıtan broşürde çok genel olarak açıklanmıştır. Bu tür ortaklıkların avantajı, tam tanımlanmış ortaklıklara göre esnek olmalarıdır. Dezavantajları ise halka arzedilen hisse senetlerinin arzedilme tarihi ile fonların kârlı bir şekilde yatırıma dönüşmesi arasında bir zaman aralığının olmasıdır.

Tam tanımlanmış ortaklıklara satınalma ortaklıkları da denir. Satınalma ortaklıkları, ortaklığı tanıtan broşürde açıklanan belli bir gayrimenkulü veya gayrimenkulleri satın almak üzere kurulan ortaklıklardır. Bu ortaklığın avantajı potansiyel yatırımcının elde edilecek gayrimenkul konusunda tümüyle bilgilendirilmesidir¹¹⁸.

7.6. İlave Senet İhraçlarına Göre

GYO'lar ilave senetler ihraç edebilme yeteneklerine göre iki gruba ayrılırlar:

- Kapalı uçlu GYO'lar (Closed-end REITs)
- Açık uçlu GYO'lar (Open-end REITs)

¹¹⁷ Akçay, a.g.e., s.24.

¹¹⁸ Aynı, s.23.

Kapalı uçlu GYO'ların sermayeleri sabittir ve ihraç ettikleri payları itfa etmezler. Ortaklığın yapacağı maksimum yatırım düzeyi belirtilir, böylece daha baştan ihraç edilecek hisse senetlerinin sayısı sınırlandırılır.

Açık uçlu GYO'larda belli bir sermaye limiti yoktur, sermaye miktarı istenildiği zaman artırılıp azaltılabilir. Yeni yatırım fırsatları ortaya çıktığında yeni hisse senetleri ihraç edilebilir ve herhangi bir anda piyasa değerleri üzerinden geri alınabilir¹¹⁹. Bu GYO'larda yönetim ve pay sahipleri her hisse senedinin değerinin yapılacak yatırımlarla artacağını varsayarlar¹²⁰.

7.7. Yatırım Yapılan Coğrafi Bölgeye Göre

GYO'ların yoğunlaştıkları bölgeler birbirinden oldukça farklı olabilir. Bazı GYO'lar sadece belirli coğrafi alanlara yatırım yaparken, bazıları da ülkenin hatta dünyanın dört bir yanına yatırım yapmaktadırlar.

Tek bir bölgede yoğunlaşmanın en önemli avantajı GYO'ların bölgedeki gayrimenkullerin değerleri hakkında çok daha bilgili hale gelmeleridir. Fakat tek bir bölgedeki yoğunlaşma nedeniyle ortaya çıkabilecek aşırı yapılanma bir dezavantaj olabilir¹²¹.

7.8. Halka Açık Olup Olmamasına Göre

GYO'lar halka açık GYO'lar (Public REITs) ve halka açık olmayan özel GYO'lar (Private REITs) olarak da gruplandırılmaktadır. Pek çok GYO'nun hisse senetleri menkul kıymet piyasalarında işlem görmesine rağmen, ABD'de GYO'ların halka açılmaları konusunda bir zorunluluk yoktur. Hisse senetleri borsada işleme konu olmayan ve tezgah üstü piyasalarda alınıp satılmayan GYO'lar özel GYO olarak isimlendirilmektedir¹²².

¹¹⁹ Rosenberg, a.g.e., s.25.

¹²⁰ Akçay, a.g.e., s.25.

¹²¹ İnan, a.g.e., s.37.

¹²² www.nareit.com/faq, 28.4.1999 tarihli internet sayfası

İKİNCİ BÖLÜM

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARINA UYGULANACAK HÜKÜMLER VE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ YAPISI

1. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLARINA UYGULANACAK HÜKÜMLER

1.1. ABD Hukukunda

1.1.1. Federal Kanunlarda Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

1.1.1.1. Ulusal Gelir Kanunu (Internal Revenue Code, IRC)

GYO'lar Ulusal Gelir Kanununda 1960 yılında yapılan ve 1 Ocak 1961'den itibaren yürürlüğe giren değişiklikle ortaya çıkan bir ortaklık türüdür. Ulusal Gelir Kanununun 856-860 bölümleri GYO'lara ayrılmıştır. GYO'ların oluşumu ve işleyişi ile ilgili konular bu bölümlerde düzenlenmiştir.

1960 yılında Ulusal Gelir Kanununda değişiklik yapılarak GYO'ların ortaya çıkmasına sebep olan görüş, sadece çok büyük kaynaklarla yapılabilecek gayrimenkul yatırımlarını, GYO'ların küçük yatırımcıların kaynaklarını biraraya getirerek yapabilecek bir potansiyele sahip olmaları ve dolayısıyla GYO'lar lehine bir vergi koruması gerektiği görüşüdür¹.

Büyük ölçüde Ulusal Gelir Kanununun bir ürünü olan GYO; anonim ortaklık, trust ya da tüzelkişiliği olmayan bir ortaklık olarak kurulmak zorundadır. Kanuna göre şahıs ortaklıkları ve payları devredilemeyen trustler GYO statüsünü kazanamaz.

¹ Akçay, a.g.e., s.41.

Ulusal Gelir Kanununa göre bir GYO olarak kurulma ve devam etme özelliği, GYO'ların yönetimlerini, gelirlere ilişkin esaslar, varlıklara ilişkin esaslar ve kâr dağıtımına ilişkin esaslar gibi karmaşık kurullarla karşı karşıya bırakmaktadır².

Ulusal Gelir Kanununa göre bir kurumun vergi açısından GYO niteliği taşıyabilmesi için aşağıda sıralanan özelliklere sahip olması gerekir³:

- Mülkiyet, en az bir güvenilir kişi (trustee) tarafından yönetilen, anonim şirket olarak kurulan ortaklıkta veya tüzelkişiliği olmayan bir ortaklıkta olmalıdır.
- En az 100 tane intifa hakkı sahibi olmalıdır ve tahsil edilmemiş hisselerin %50'sinden fazlasına beşten daha az sayıda birey sahip olmamalıdır.
- Ortaklığın gayrisafı gelirinin tümü, kişisel holding⁴ geliri gibi meydana gelse bile, ortaklık bir holding olmamalıdır.
- Ortaklık, gayrimenkulü birincil olarak satma amacıyla elinde bulundurmamalıdır.
- Ortaklık, bir gayrimenkul yatırım ortaklığı ise bunun gereklerini yerine getirecek şekilde davranmalıdır.

1.1.1.2. Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act)

Menkul Kıymetler Kanunu, menkul kıymetlerin ihraç ve satış işlemlerine uygulanır. Kanuna göre, menkul kıymetlerin satışı belirtilen muafiyetlerden birinin içine girmiyorsa, menkul kıymetlerin satışından önce kayda alınması amacıyla, ihraç ve satış işlemlerini içeren başvuru formunun doldurulması ve Security Exchange Commission'a-SEC (Menkul Kıymet Borsa Komisyonu) başvurulması zorunludur. Eğer başvuru formu doldurma zorunluluğu varsa, içindekiler Menkul Kıymetler Kanununun gereklerine ve SEC'in düzenlemelerine uygun olmak zorundadır. SEC, çeşitli durumlar için farklı

² Aynı, s.44.

³ William B. Brueggeman, Jeffrey P. Fisher ve Leo D. Stone, **Real Estate Finance**, (Eight Edition, Boston: Irwin Homewood Inc., 1989), s.632.

⁴ Kişisel holding (Personal holding -PHC) koşulları; 1. Brüt yıllık gelirlerinin en az %60'ı kâr, faiz ve satışlardan sağlanmalı, 2. Varlıklarının en az %50'sine doğrudan ya da dolaylı yolla 5 ya da daha az kişi sahip olmalı

başvuru formlarını ve her bir formun içermek zorunda olduğu ayrıntılı hususları düzene koymuştur. GYO'ların ilk halka arzında gerekli olan başvuru formu Form S-11'dir. Başvuru formunda yer alan, kayıt edilen paylarla ilgili bilgiler çoğunlukla kamuyu aydınlatmaya yöneliktir. İlk halka arz için başvuru yapıldıktan sonra, SEC personeli tarafından cevap verilmesi ve menkul kıymetlerin kayda alındığının bildirilmesi birkaç ay sürer. SEC personeli menkul kıymetlerin kayda alınması için yapılan başvuruların tümünü detaylarıyla tekrar tekrar görüşür ve üç, dört ya da daha fazla kez düzeltme yapılabilir⁵.

1.1.1.3. Menkul Kıymetler Borsa Kanunu (Exchange Act)

Menkul Kıymetler Kanunu, belli menkul kıymetlerin belli bir ihracını düzenlerken, Menkul Kıymetler Borsa Kanunu, menkul kıymetlerin satın alındığı ve satıldığı piyasa ve pazarları düzenler.

Menkul Kıymetler Borsa Kanunu menkul kıymet pazarlayıcı (dealer) ve aracı (broker)larının SEC'de kayda alınmasını zorunlu kılar. Kanun menkul kıymet borsalarının her türlü hareketini düzenler. Aynı zamanda menkul kıymet ihraç edenlerin elde tutulan ya da halka arz edilen menkul kıymetlerinin kayda alınmasını şart kılar. Menkul kıymet ihraç edenlerin işlem raporlarını ve dosyalarını nasıl düzenleyeceği, toplantıya davet edilen pay sahiplerinin vekaletnamelerini veya muvafakatlarını verirken hangi kurallara uyulacağı, düzgün işleyen bir menkul kıymetler pazarını yaratmak için neler yapılacağı kanunun düzenlemeleri arasındadır.

Menkul Kıymetler Kanununa göre ilk halka arzı geçerli olan şirket, bundan sonra menkul kıymetlerinin alınıp satılmasına izin vermesi için SEC'e başvurur ve

⁵ Daha ayrıntılı bilgi için bakınız, Charles J. Johnson, *Corporate Finance and The Securities Laws* (USA: Prentice Hall Law & Business, 1991), s.100-122., Harold S. Bloomenthal, Holme Roberts & Owen, *Securities Law Handbook* (USA: Clark Boardman Calloghan, a division of Thomson Legal Publishing Inc., 1996), s.187.

SEC'de geçerli menkul kıymetler sınıfına Menkul Kıymetler Borsa Kanununa göre kayıt olur⁶.

1.1.1.4. Yatırım Ortaklıkları Kanunu

1940 tarihli Yatırım Ortaklıkları Kanunu yatırım ortaklıklarını düzenler. Kanunun 3(a) bölümündeki tanıma göre yatırım ortaklığı; öncelikle menkul kıymetlere yatırım yapan, bunları alıp satan, yatırım yaptığı, alıp sattığı menkul kıymetler toplam varlıklarının %40'ını aşan ortaklıktır⁷.

1940 tarihli Yatırım Ortaklıkları Kanununa göre⁸:

- 100'den fazla ortağı bulunan her yatırım ortaklığı SEC'e kayıt ettirilecek ve her yıl bu kayıt tazelenacaktır.
- Ortaklığın yönetim kurulu üyelerinin en az %40'ı, ortaklığın ve ortaklık ile portföy yönetiminde işbirliği yapan firmalar varsa onların yönetici ve memurları dışından seçilmiş olacaktır.
- Ortaklık yatırım politikası hakkında SEC'e bilgi verecektir.
- Hali hazırda, en az 100.000 dolarlık kayıtlı sermaye sahibi olmadan, yatırım ortaklığı halka pay senedi satışı yapamayacaktır. Bütün pay senetleri oy hakkına sahip olacaktır. Açık sonlu ortaklıklar sadece adi pay senedi çıkarabilecek, kapalı ortaklıklarda borç senedi ve ön alım hakkı sağlayan pay senedi çıkartma sınırlı olacaktır.

Yatırım Ortaklıkları Kanunu SEC tarafından uygulanır. Gayrimenkul yatırım ortaklığı da bir yatırım ortaklığıdır ve Yatırım Ortaklıkları Kanununa tabi olmalıdır. Fakat SEC, Yatırım Ortaklıkları Kanunu ile sadece gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları, ipotekler veya gayrimenkule dayalı haklara yatırım yapan bir GYO'nun kayıttan muaf olduğunu belirlemiştir. GYO'ların 1940 tarihli Kanuna tabi

⁶ Brueggeman, Fisher ve Stone, a.g.e., s.63.

⁷ Fass, Shaff ve Zief, a.g.e., s.2-116.

⁸ Aynı, s.2-117.

olmamasının sebebi ipotekler ve gayrimenkule dayalı hakları satın alanlara muafiyet sağlayan 3(c) ve 5(c) maddeleridir.

GYO, joint-venture, şahıs ortaklıkları ya da bunun gibi organizasyonlara katılmak suretiyle yatırım yapıyorsa, o zaman bir yatırım ortaklığı olarak kabul edilebilir mi?

Bu durumda gelirler doğrudan gayrimenkulden elde edilmediği, sınırlı sorumlu ortaklıklar ya da joint-venture gelirleri olduğundan ortada 1940 tarihli Kanunun amacına uygun bir yatırım ortaklığının var olduğu kabul edilir. Eğer GYO, yatırımın yönetiminde aktif bir rol alıyor, gayrimenkullere ilişkin kararları veriyor, yatırım yapıyorsa gayrimenkulden elde edilen gelirlere ve haklara doğrudan sahip oluyordur. Bu durumda 1940 tarihli Kanunun muafiyet kapsamı içindedir. Eğer GYO pasif bir yatırımcı ise, yatırıma ilişkin kararların alınması ve uygulanması diğer ortaklar tarafından yapılıyorsa muafiyet kapsamı dışındadır, kanunun gereklerini yerine getirmelidir⁹.

GYO'lar 1940 tarihli Kanundan muaf olmalarına rağmen, muafiyet kapsamına girmeyen yatırımlar da vardır¹⁰.

1.1.2. Eyalet Kanunlarında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

GYO'lar Federal Kanunlar dışında, menkul kıymet alıcıları yerleşim yerlerinin bulunduğu eyaletlerin menkul kıymet kanunlarına da uymak zorundadırlar. Elli eyaletin herbirinde, Kolombiya Bölgesi, Guam ve Puerto Rico'da, eyalet menkul kıymetler kanunlarına uygun menkul kıymet işlemlerini düzenleyen kanunlar veya Mavi Gök Yasaları¹¹ ve diğer düzenlemeler bulunur. Bu kanun ve düzenlemeler genellikle (i)

⁹ Aynı, s.2-117.

¹⁰ Kelley, a.g.e., s.11.

¹¹ ABD'de hemen her federe devlette, HAAO'larca çıkarılan menkul değerlerin halka arzını ve menkul değer alım-satımı yapan kişilerin faaliyetlerini düzenleyen yasalara genel bir deyimle, "Blue-Sky Laws"(Mavi Gök Yasaları) adı verilmektedir.

menkul kıymetlerin ihracını ve (ii) menkul kıymet alım satımını gerçekleştiren kişileri (broker, dealer ya da acenta) düzenler.

Çoğu eyalette, menkul kıymet ihraç eden bir GYO, bu menkul kıymetlerin eyalet makamlarınca kayda alınmasından muaf tutulabilecektir. Örneğin, çoğu eyalette New York Borsası, Amerikan Borsası, NASDAQ Ulusal Pazar Sistemi ve diğer ulusal ve bölgesel borsalarda işlem gören menkul kıymetler, eyalet makamlarına kayıttan muaftır. GYO ve GYO temsilcileri broker, dealer ya da acenta olarak kayıt edilmek zorunda kalmayacaktır. Çünkü çoğu eyalet, menkul kıymet ihraç eden şirket ve menkul kıymete dayalı faaliyetleri bir ücret karşılığı yapmayan temsilcilerini broker, dealer ve acenta tanımlarının dışında tutmuştur. Bununla birlikte GYO'lar herbir eyalette mevcut olan istisnaları belirlemek için menkul kıymet danışmanlarına danışmak zorundadırlar¹².

1.2. Türk Hukukunda

1.2.1. Sermaye Piyasası Kanunu ve İlgili Tebliğlerde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Ser.P.K. madde 32'de bu kanuna göre faaliyette bulunabilecek "Sermaye Piyasası Kurumları" sayılmış, maddenin c bendinde Yatırım Ortaklıkları da gösterilmiştir. "Yatırım Ortaklıklarının Faaliyetlerinin Kapsamı" kenar başlıklı 35. maddede yatırım ortaklıklarının, sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklar olduğu belirtilmiştir.

Ser.P.K. madde 36'da, yatırım ortaklıklarının kuruluş ve faaliyet şartları sayıldıktan sonra, "bu ortaklıkların portföylerinde bulunduracakları kıymetler, türleri, değerlendirme esasları, portföy sınırlamaları, yönetim ilkeleri, kâr dağıtım esasları, saklama usul ve esasları, bağlı olacakları yükümler ve tasfiye ile sona erme esaslarının Kurul tarafından belirleneceği" hükme bağlanmıştır.

¹² The Public REIT Legal Sourcebook (USA: NAREIT yayını), s.128.

Ser.P.K. çerçeve niteliğinde bir kanun olduğundan birçok hususun düzenlenmesini, karar, tüzük, yönetmelik ve tebliğ gibi düzenleyici idari işlemlere bırakmıştır. GYO'lara ilişkin mevzuat da önemli ölçüde SPK Tebliğlerinde yer almaktadır¹³. GYO alanında çok sık başvuru alan Tebliğler şunlardır:

- S.VI No:11 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği¹⁴
- S.I No:26 Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği¹⁵
- S.IV No:7 Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Esaslar Tebliği¹⁶

1.2.2. Diğer Kanunlarda Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarıyla İlgili Hükümler

Ser.P.K.'nin 2. maddesine göre, bu kanunda hüküm bulunmayan hallerde genel hükümler uygulanır. Genel hükümler, Medeni Kanun, Borçlar Kanunu, Türk Ticaret Kanunu ve diğer kanunlardan oluşur¹⁷.

1.2.2.1. Medeni Kanun

GYO faaliyet alanı bakımından esas itibariyle gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, projelere ve haklara yatırım yapabilmektedir (GYOT 4/a, 25). Gayrimenkullere ilişkin aynı haklar Medeni Kanunda yer aldığından sözkonusu hakların kurulması, değiştirilmesi, devredilmesi ve sona ermesi gibi konularda Medeni Kanun hükümleri uygulanacaktır.

¹³ Mehmet Bahtiyar, "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Önemi, Yararları ve Bağlı Oldukları Hükümler", *Ankara Barosu Dergisi*, Yıl No:56, Sayı No:1999/2-3, Yıl 1999, s.157-158.

¹⁴ *Resmi Gazete*, 8 Kasım 1998, Sayı:23517.

¹⁵ *Resmi Gazete*, 15 Kasım 1998, Sayı:23524.

¹⁶ *Resmi Gazete*, 14 Temmuz 1992, Sayı:21284(Mük.)

¹⁷ Bahtiyar, "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının ...", *a.g.e.*, s.159.

1.2.2.2. Borçlar Kanunu

GYO tarafından yapılacak sözleşmeler bakımından Borçlar Kanununun genel ve özel hükümleri uygulama alanı bulacaktır.

1.2.2.3. Türk Ticaret Kanunu

Ser.P.K. madde 36/a uyarınca GYO'ların anonim ortaklık şeklinde kurulması zorunlu olduğundan, TTK'nun, özellikle anonim ortaklıklara ilişkin hükümleri(m.136-152), GYO'lara uygulanır. Bunun yanında ticari işletmeye, kıymetli evraka ilişkin hükümler ve ilgili diğer hükümler de uygulanır.

1.2.2.4. Diğerleri

Yukarıda değinilen kanunların yanısıra, Hukuk Usulü Muhakemeleri Kanunu, İcra İflas Kanunu, Noterlik Kanunu, İdari Yargılama Usulü Kanunu, Finansal Kiralama Kanunu, Kurumlar Vergisi Kanunu ve Vergi Usul Kanunu gibi birçok kanun hükümlerinin sermaye piyasası ve GYO alanında genel hüküm olarak uygulanması mümkündür.

2. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ HUKUKİ YAPISI

2.1. ABD Hukukunda

ABD Hukukunda Ulusal Gelirler Kanununa göre, bir GYO; yatırım trustu ve 1976'dan beri de anonim şirket (corporation) şeklinde kurulabilmektedir. Tasarruf sahipleri, anonim şirket örneğinde hisse senetlerini satın alarak, trust örneğinde ise katılım paylarını satın alarak bir GYO'ya yatırım yaparlar¹⁸.

Buna göre ABD hukukunda GYO'lar iki ayrı hukuki model temel alınarak kurulabilir;

¹⁸ Fass, Shaff ve Zief, a.g.e., s.1-28.

- Ortaklık modeli
- Güvenilir kişi eliyle yönetim veya yatırım fonu modeli

GYO'lar kurulduktan sonra upreit ve downreit olarak iki türlü daha yapılabilmektedirler. Upreit olarak yapılan GYO'lara Şemsiye GYO denilmektedir.

2.1.1. Anonim Ortaklık Şekli

Ortaklık modelinde seçilen ortaklık türü anonim ortaklıktır. Anonim ortaklığa ait ilkeler ve kurallar üzerine kurulu bir modeldir. Her eyalet anonim şirketler kanununa ve şirketin oluşumu için basit bir prosedüre sahiptir ve genellikle eyalet yetkililerinin anonim şirket belgelerinin doldurulması suretiyle anonim şirket kurulmuş sayılır. Eyaletlerde anonim şirket kanunlarının pek çok yönü benzer olmasına rağmen, eyaletten eyalete farklılıklar da vardır. Anonim şirket tüzel kişiliğe sahip olduğundan, şirket borçları, yükümlülükleri ve diğer sorumluluklardan tüzel kişiliğin kendisi sorumludur. Şirket çalışanlarının ve müdürlerin, şirketin üçüncü kişilere olan borçlarından ve yükümlülüklerinden dolayı kişisel sorumlulukları yoktur.

Anonim şirketler kanunları, şirketlerin yönetimine ilişkin çok sayıda kural içerir. Bu kanunlara ilave olarak şirket içtüzükleri de şirket ve pay sahipleri arasındaki ilişkiyi düzenler¹⁹.

Anonim ortaklık olarak kurulan GYO'ların diğer anonim ortaklıklardan farkı işletme konusundadır. Bu tür GYO'lar gayrimenkul değerlerden oluşan bir portföyü işletmeyi konu olarak seçmişlerdir. Ortaklık malvarlığı yanında özel bir malvarlığı yoktur. Gayrimenkul portföyünün sahibi anonim ortaklık tüzel kişiliğidir. Bu tür GYO'ların pay sahipleri ortaklığın payına sahip olmakla ortaklıkta maddi haklara (kâr, tasfiye payına katılma gibi) ve yönetim haklarına sahip olurlar. Gayrimenkul portföyü ile aralarında doğrudan bir sahiplik ilişkisi yoktur, bu ilişki portföy ve anonim ortaklık

¹⁹ King, a.g.e., s.42.

tüzel kişiliği arasındadır. Ortaklık modelinde elde edilen yıllık kâr, kâr dağıtımını esaslarına uygun olarak GYO pay sahiplerine dağıtılır²⁰.

2.1.2. Trust Şekli

1960'dan 1976'daki kanuni düzenlemeye kadar, GYO'lar ortaklık şeklinde değil tüzel kişiliği olmayan Yatırım Trustleri olarak kuruldu. Bu süre boyunca GYO'lar iyi bir Trust kanunu olan Massachusetts Kanununa göre kuruluyordu. Gerçi Kaliforniya, Delaware, Florida, Maryland, Teksas gibi eyaletlerde GYO'ların Yatırım Trust'ü olarak kurulmasına izin veren kanunlar vardı ama Massachusetts'teki gibi genel kabul gören kanunlar değillerdi.

Trust şeklinde kurulan GYO'lar güvenilir kişi eliyle yönetim modelini temel olarak alırlar. Güvenilir kişi eliyle yönetim modelinde tasarruf sahiplerinin katılmaları ile oluşan fonu ya bir ortaklık ya da yöneticiler grubu yönetir ve işletir. Güvenilir kişi sayılan ortaklık veya yöneticiler grubu ile fona katılan tasarruf sahipleri arasındaki ilişki ve bunlar arasındaki hak ve sorumluluklar, bir sözleşme ile saptanır. Fon ve oluşturulan portföy, yatırımda bulunanlar hesabına, güven ilkelerine uygun olarak, güvenilir kişi tarafından yönetilir ve işletilir. Onun için sistem güvenilir kişi eli ile yönetim deyimi ile anılır. Sözleşme bir inanç sözleşmesi niteliğindedir. Sözleşmede üç taraf yer alır²¹:

- Fon kurucuları ve yöneticileri. Bu bir finansman kuruluşu, sigorta ortaklığı veya bu amaçla kurulmuş bir anonim ortaklık veya limited ortaklık olabilir.
- Nakit ve pay senetlerini koruyan ve fon katılma belgelerini halka satan mutemet veya güvenilir kişi(trustee). Bu genellikle bir bankadır.
- Katılma belgelerinin sahipleri olan gerçek ve tüzel kişiler.

GYO'ları trust veya anonim şirket olarak yapılandırırken gözönünde bulundurulacak noktalardan biri pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğudur. Bazı

²⁰ Ünal Tekinalp, "Yatırım Ortaklıklarının Düzenlenmesinde Temel Alınabilecek İki Model ve Türk Sistemi", *İktisat-Maliye Dergisi*, Cilt no:17, Sayı no:9 (1970), s.388.

²¹ Vural, a.g.e., s.24.

eyaletlerde pay sahibinin sorumluluğu yaptığı yatırımın değeriyle sınırlandırılırken bazı eyaletlerde sınırlandırılmamıştır. Trust sözleşmesi ile pay sahipleri ve güvenilir kişilerin yasalardan doğan sorumlulukları kaldırılabilir ve trustun borçlarından sorumlu olmayacakları kabul edilebilir.

Bazı eyaletlerde yönetici ve güvenilir kişilerin, trust ya da pay sahipleri adına hareket ederken gerçekleştirdikleri maddi zarardan dolayı sorumluluklarının sınırlandırılmasına yönelik düzenlemeler yapılmıştır. GYO'lar kurulurken trust sözleşmesinde sorumluluk sınırlandırılmasına ilişkin düzenleme yer almalıdır ya da pay sahipleri tarafından daha sonra kabul edilerek sözleşmede değişiklik yapılmalıdır.

Hukuki yapının trust ya da anonim şirket olarak oluşturulmasında vergiler de belirleyici bir unsurdur. Hukuki yapının şekline göre farklı vergiler uygulanır. Eyaletlerin özel GYO kuralları nedeniyle trustlar bazen anonim şirket gibi vergiye tabi tutulurken bazen daha az vergilendirilir, bazen de hiç vergilendirilmez²².

Katılma belgesi sahiplerinin ve güvenilir kişilerin hakları ve yükümlülükleri trust sözleşmesi hükümleriyle düzenlenmiştir. Trust sözleşmesine göre; güvenilir kişiler, trust'ün gayrimenkullerini sözleşmede belirtildiği şekilde pay sahiplerinin faydalarına yönelik olarak yöneteceklerini ve muhafaza edeceklerini beyan ederler. Güvenilir kişilerin yetkileri çok geniştir. Teşebbüs güvenilir kişiler tarafından yönetilir ve temsil edilir. Güvenilir kişilerin şirket işlerini yürütürken iyi niyetli hareket etmeleri esastır. Portföy, güvenilir kişi tarafından cari fiyatlara göre değerlendirilip, karşılığında katılma belgeleri çıkartılır. Katılma belgeleri halka satılıncaya kadar, trust malvarlığı üzerindeki mülkiyet hakkı kurucu ve güvenilir kişilere aittir. Katılma belgeleri halka satıldıktan sonra, malvarlığının mülkiyeti, biçimsel olarak güvenilir kişilerin mülkiyetinde görünmekteyse de, aslında doğrudan doğruya bir mülkiyet ilişkisi bulunmamakla beraber katılma belgesi sahiplerinin toplu mülkiyeti altındadır²³. Katılma belgesinin sahibine sağlayacağı kişisel ve mali haklar trust sözleşmesinde düzenlenir.

²² Fass, Shaff ve Zief, a.g.e., s.1-29.

²³ Vural, a.g.e., s.25.

Güvenilir kişiler, sözleşme ile belli bir süre için veya hayatları boyunca atanırlar. Görevlerine karşılık uygun ücret alırlar. Birden çok güvenilir kişi varsa birlikte hareket etmeleri kuraldır. Görev ve yetkileri trust sözleşmesinde gösterilir. Trust işlemlerinden dolayı güvenilir kişilerin üçüncü kişilere karşı sorumluluğu sınırsız ve müteselsildir. Bununla birlikte trust sözleşmesi ile sorumlulukları sınırlandırılabilir. Bu hükmün üçüncü kişilere karşı etkili olması için, kendilerine bildirilmesi gerekir. Güvenilir kişilerin şahsi alacaklıları, trust'ün malvarlığına başvuramazlar.

Katılma belgesi sahipleri, bir anonim şirketteki pay sahiplerine benzerler. Sahip oldukları kişisel ve mali haklar trust sözleşmesi ile belirlenir. En önemli mali hakları kâr payı almaktır. Katılma belgesi sahipleri, trust borç ve taahhütlerinden dolayı sermaye payları ile sınırlı olarak sorumludurlar. Bununla birlikte eğer trust yönetimine katılıyorlarsa sınırsız sorumlulukları da söz konusu olabilir²⁴.

2.1.3. Şemsiye Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (Umbrella Partnership Real Estate Investment Trust-UPREİT)

Şemsiye GYO, işletmeci ortaklık²⁵ (operating partnership) denilen tek bir ortaklığın şemsiyesi altında bir, iki ya da daha fazla ortaklık tarafından yönetilen, gayrimenkullere sahip ve onları işleten bir gayrimenkul yatırım ortaklığıdır. GYO, ortaklığın sınırsız sorumlu ortağıdır ve ortaklık paylarının çoğunluğuna sahiptir²⁶. İşletmeci ortaklığın GYO dışındaki ortaklarına sponsorlar denir.

Şemsiye GYO da, GYO gibi Ulusal Gelir Kanunu tarafından düzenlenmiş bir ortaklık türüdür. Kanuna göre, gerçek kişiler ve ortaklıklar (sponsorlar) sahip oldukları gayrimenkulü işletmeci ortaklığa devrettiklerinde devir karşılığında hisse senedi

²⁴İmregün, a.g.e., s.28-29.

²⁵ Operating partnership'ler Türk hukukundaki adi komandit ortaklıklara benzerler.

²⁶ King, a.g.e., s.53.

alacaklar, bundan dolayı vergiye tabi tutulmayacaklardır. Oysa aynı kişi ve ortaklıklar gayrimenkulü GYO'ya devrettiklerinde vergiye tabi olacaklardır²⁷.

GYO'lar gibi Şemsiye GYO'lar da temelde vergiden muaftır. GYO'lar pay sahiplerine vergi avantajı sağlarken, Şemsiye GYO'lar sponsorlarına vergi avantajı sağlar. Şemsiye GYO'larda, gayrimenkullerin malikleri, bir şemsiye altında menfaatlerini işletmeci ortaklığa devretmektedirler. İşletmeci ortaklık, bütün gayrimenkulleri elinde tutmakta ve yönetmektedir. Şemsiye ortaklık, gayrimenkulün ortaklığa devredilmesi ve karşılığında hisse senedi verilmesine imkan veren yapısı ile gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesi, dolayısıyla likidite edilmesi imkanını arttırmaktadır. Ayrıca Şemsiye GYO yapısı, gayrimenkul sahiplerinin vergi yüklerini hafifletmekte ve gayrimenkullerini işletmeci ortaklığa vermek suretiyle ortak olan kişi ve ortaklıkların vergi erteleme müessesesinden yararlanmasına imkan sağlamaktadır.

Şemsiye GYO'ların dezavantajı ise karmaşık bir yapıya sahip olmalarıdır. Bu yapı halka arz sırasında fiyatların belirlenmesini ve analizini de zorlaştırmaktadır. Şemsiye GYO ile gayrimenkullerini işletmeci ortaklığa devrederek ortak olan kişi ve ortaklıklar arasında çıkar çatışmaları ortaya çıkabilir. Bu çatışmalar bağımsız bir yönetim kurulu ile çözülebilir. Ayrıca Şemsiye GYO sözleşmesi hazırlanırken çıkar çatışmalarına neden olabilecek konuların düzenlenmesi yerinde olur.

2.1.4. Downreit

GYO'lar downreit olarak yapılanmayı da tercih edebilirler. Downreit bir komandit ortaklık olarak varsayılsa GYO sınırsız sorumlu ortak olacak, ancak gayrimenkul sahipliğini de devam ettirecektir. Downreit modelinde GYO varlıklarının bir kısmı üzerinde işletmeci ortaklığın, bir kısmında GYO'nun mülkiyet hakkı söz konusu olacaktır. Şemsiye GYO modelinde varlıkların tamamının mülkiyeti işletmeci ortaklığa ait olduğu için GYO ortağı olmakla işletmeci ortaklığın ortağı olmak arasında herhangi bir fark yokken, Downreit modelinde bu ilişki farklılık göstermektedir. GYO

²⁷ Aynı, s.53.

ortağı, hem GYO'nun hem de işletmeci ortaklığın mülkiyetindeki gayrimenkuller üzerinde hak sahibi iken, işletmeci ortaklığın ortağı sadece bu ortaklığın malvarlığındaki değerler üzerinde hak sahibidir²⁸.

2.2. Türk Hukukunda

Türk hukukunda GYO'ların hukuksal yapısına ilişkin olarak ortaklık şekli benimsenmiştir, GYO'lar (TTK, Ser.P.K. ve GYO'lara ilişkin Esaslar Tebliği hükümleri çerçevesinde) anonim ortaklık şeklinde kurulabilir. Tebliğ ile belirlenen özel hükümlerin haricinde GYO TTK'ya tabi bir anonim ortaklıktır. Halka açık bir anonim ortaklık olarak aynı zamanda SPK'nın denetim ve düzenlemelerine de tabidir²⁹. Türk hukukunda, ABD ve Alman hukuklarında kabul edildiğinin aksine, anonim ortaklık dışında, trust ya da limited ortaklık olarak bir GYO'nun kurulması mümkün değildir.

Portföyün sahibi anonim ortaklık olduğundan, her ortak ortaklıktaki payı oranında portföy üzerinde mülkiyet ve söz hakkı sahibidir. Fakat bu hakları doğrudan doğruya kullanamaz, anonim ortaklık aracılığı ile kullanır. Anonim ortaklığın çalışma dönemi sonunda gayrimenkul portföyünün yönetiminden sağlanan bilanço kârı ortaklara dağıtılır. Anonim ortaklığın genel malvarlığı (bina, demirbaş, ihtiyat, karşılıklar vs.) ile gayrimenkul portföyü birbirinden bağımsız veya farklı deđerdir³⁰.

²⁸ A.Ender Çolak ve Aşkın Alıcı, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları A'dan Z'ye*, (Ankara: SPK Yayını, Yay.No:136, 2001), s.10.

²⁹Tuncel, a.g.e., s.50.

³⁰ Karlı, a.g.e., s.108.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ KURULUŞ, İŞLEYİŞ VE SONA ERİŞLERİ

1. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ KURULUŞ ŞARTLARI VE AŞAMALARI

1.1. ABD Hukukunda Gayrimenkul Yatırım Ortaklarının Kuruluş Şartları

1.1.1. Yapısal Şartlar

Bir ortaklığın GYO statüsünü kazanabilmesi için öncelikle anonim ortaklık ya da trust (tüzel kişiliği olmayan bir hukuki müessese) olarak kurulması gerekir¹. Diğer şartlar şöyle sıralanabilir²;

- Bir veya daha fazla sayıda güvenilir kişi yada yönetici tarafından yönetilmesi (IRC §856 (a) (1))
- En az 100 pay sahibinin olması (IRC §856 (a) (5))
- Pay sahipliğinin devredilebilir paylarla ya da sertifikalarla kanıtlanması (IRC §856 (a) (2))
- Finansal kurum veya sigorta şirketi olmaması (IRC §856 (a) (4))

¹ IRC §856 (a) (3).

² King, a.g.e., s.33; David L. Brandon, "Federal Taxation of Real Estate Investment Trusts, Real Estate Investment Trusts, Structure, Analysis, and Strategy, Ed.:Richard T. Garrigan, John F.C. Parsons (New York: McGraw-Hill Companies, 1998), s.88.

- Anonim ortaklık gibi vergilendirilebilmesi
- Gayrimenkulleri satış amacıyla elinde tutmaması

GYO, en az 100 pay sahibinin olması şartını, yılın 335 günü veya 11 ay boyunca, gayrimenkulleri satış amacıyla elinde bulundurmaması şartını yılın son altı ayı boyunca, diğer şartları ise tüm yıl boyunca yerine getirmelidir.

Ulusal Gelir Kanunu Bölüm 856 (c) (1)'e göre, GYO statüsüne sahip olmak isteyen ortaklık, ya içinde bulunduğu yıl Ulusal Gelir Servisine tescil yaptırmalı ya da bir önceki yıl seçimini yapmış olmalıdır.

GYO'nun mülkiyetine devredilebilir paylar yoluyla, 100 ya da daha fazla sayıda kişinin sahip olması gerekir. 100 pay sahibi şartı, gerçek kişiler kadar tüzelkişiler ile de yerine getirilebilir. Tüzelkişiler de gerçek kişiler gibi tek bir pay sahibi gibi düşünülür³.

GYO'nun bir kişisel holding şirketi olarak kabul edilmemesi için yılın son altı ayı süresince hiçbir zaman GYO'nun hisselerinin değerinin yüzde ellisinden fazlasına doğrudan veya dolaylı olarak beş veya daha az sayıda kişi sahip olmamalıdır (IRC §856 (a) (6), (h)). Her bir pay sahibi toplam payların yüzde onu kadar paya sahip olabilir⁴.

100 pay sahibi şartından farklı olarak, beş ya da daha az kişi şartı sadece gerçek kişilere ilişkindir. Bu nedenle, birçok GYO, holding olarak sınıflandırılmamak için, kuruluş kanunlarına hisse sahipliğinin belli kişilerde toplanmasını engelleyici kurallar koymaktadır. Bu kurallar aynı zamanda yönetimin ele geçirilmesini önleyici işlev de görmektedir⁵.

GYO statüsünü kazanmak için gerekli şartların yerine getirilmesinin zorluğu nedeniyle, 1986 Vergi Reform Yasası, yeni GYO'lar için bazı kurallarda esneklik

³ Brandon, a.g.e., s.89.

⁴ Aynı, s.90.

⁵ Akçay, a.g.e., s.49.

sağlamıştır. Örneğin, mülkiyetin 100 ya da daha fazla kişiye ait olması şartı, GYO tercihinin yapıldığı ilk yıl aranmaz.

GYO'nun, bir veya daha fazla sayıda güvenilir kişi veya yönetici tarafından yönetilmesi gerekir. Yönetim şartlarında merkezileşmeyi sağlamak için, güvenilir kişiler veya yöneticiler, ortakların onaylamasına ihtiyaç duyulmayan konularda, ortaklık adına işletme kararlarının alınmasında tek yetkili durumundadırlar (Treas. Reg. § 1.856-1 (d) (1)). GYO'nun çalıştığı hukuk firmasının ortakları, hisse senedi sahipleri, çalışanlar, GYO'nun danışman şirketinin yöneticileri veya GYO'nun gayrimenkullerini kiralayanlar, güvenilir kişi veya yönetici olarak GYO'yı yönetebilirler⁶. Bununla birlikte, güvenilir kişiler veya yöneticiler, pay sahipleri ile yaptıkları bir anlaşmaya göre, bazı yönetim görevlerini bir yatırım danışmanına ya da bağımsız yükleniciye devredebilirler. Bağımsız yüklenici, GYO'lara genel ve özel nitelikte hizmet sunan gerçek ya da tüzel kişidir. Bağımsız yüklenici gerçek kişi ise, doğrudan veya dolaylı olarak GYO pay senetlerinin %35'inden fazlasına sahip olamaz. Bağımsız yüklenici bir tüzel kişi ise, bu tüzel kişi ortaklığın sermayesinin ya da oy haklarının %35'inden fazlası veya varlıklarının ya da kârının %35'inden fazlası, GYO pay senetlerinin %35'ine sahip bir ya da birden fazla kişiye ait olamaz. Ancak 2001 yılından itibaren geçerli olan 1999 Modernleştirme Yasası ile bu oranlar, taraflardan birisinin halka açık ortaklık olması durumunda %5'e indirilmiştir⁷. GYO çalışanları bağımsız yüklenici olamazlar ancak, GYO yönetim kurulu üyeleri ya da genel müdürleri bir bağımsız yükleniciye ortak olarak katılabilirler. GYO'nun danışmanı ise, hiçbir şekilde bağımsız yüklenici olamaz.

Trust sözleşmesi ya da anonim ortaklık esas sözleşmesi ile, pay sahiplerine, güvenilir kişiler veya yöneticilerin görevlerinin sona erdirilmesi, GYO'nun sona erdirilmesi, organizasyonla ilgili belgelerdeki düzeltmelerin onaylanması, ortaklık malvarlığının satışının onaylanması, birleşme veya yeniden yapılanmanın onaylanması, yatırım danışmanının ücretindeki artışın onaylanması konularında oy hakkı verilebilir (Treas.Reg. §1.856-1 (d) (1) ; Rev. Rul 70-569, 1970-2 C.B.147).

⁶ Kelley, a.g.e., s.33.

⁷ Çolak ve Alıcı, a.g.e., s.21.

Güvenilir kişiler genellikle, GYO'nun malları üzerinde yasal haklara ve yönetim konularında ayrıcalıklı yetkilere sahiptirler.

1.1.2. Sermayeye İlişkin Şart

Eyalet Kanunlarına göre, ilk halka arzdan önce GYO'nun bir sponsoru bulunmalıdır. Bu sponsor halka arzın tamamlanması şartına bağlı olarak toplam net varlıkların yüzde onundan daha az veya 200.000 dolardan daha az olmayacak miktarda, GYO'nun ilk yatırımına katkıda bulunmalıdır. Ayrıca bu sponsor halka arzın tamamlanmasından sonraki bir yıllık süre içinde yatırımını çekemeyeceği gibi, ilk yatırımı temsil eden payları sadece, GYO'nun hisse senetlerinin satıldığı piyasada satabilecektir⁸

1.2. Türk Hukukunda Gayrimenkul Yatırım Ortaklarının Kuruluş ve Dönüşüm Şartları ve Aşamaları

1.2.1. Kuruluş ve Dönüşüm Şartları

GYO'lar ani usulde veya daha önceden kurulmuş bir şirketin GYO'ya dönüşmesi şeklinde kurulabilir. Şayet dönüştürülmek istenen ortaklık, anonim ortaklık değilse, daha önce veya dönüşme işlemiyle birlikte tip değiştirmesi ve anonim ortaklığa dönüşmesi gerekir⁹. GYO'ların kuruluşu veya dönüşümünün Sermaye Piyasası Kurulunca uygun görülebilmesi için gerekli koşullar şunlardır:

1.2.1.1. Ortaklığın Kayıtlı Sermayeli Bir Anonim Ortaklık Olması

Yatırım ortaklıklarında kayıtlı sermayenin avantajları çoktur. Yatırım ortaklıkları hisse senetlerini halka arz ederek topladıkları sermaye ile yatırımlarını gerçekleştiren şirketlerdir ve kayıtlı sermaye sayesinde devamlı yeni senet çıkarmak

⁸ Fass, Shaff and Zief, a.g.e., s.3-22.

⁹ Bahtiyar, "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları...", a.g.e., s.74.

suretiyle her zaman taze sermaye bulabilirler. Bu sermaye ile piyasanın değişen şartlarına göre yeni ve yararlı yatırımlara girişebilirler¹⁰.

Ser.P.K.' nun 3. Maddesinin (d) bendinde kayıtlı sermaye; anonim ortaklıkların, ana sözleşmelerinde hüküm bulunması şartıyla yönetim kurulu kararı ile, TTK'nın sermaye artırımına ilişkin hükümlerine bağlı kalınmaksızın pay senedi çıkarabilecekleri en yüksek miktarı gösteren ticaret siciline tescil edilmiş sermayeleri olarak tanımlanmaktadır. Aynı maddenin (e) bendine göre, kayıtlı sermayeli anonim ortaklıkların sahip olmaları zorunlu olan asgari çıkarılmış sermaye tutarına başlangıç sermayesi, (f) bendine göre, satışı yapılmış hisse senedi tutarına da çıkarılmış sermaye denir.

Bir anonim ortaklığın kayıtlı sermayeyi kabul etmesi halinde, ortaklığın esas sermayesi çıkarılmış sermaye olacak ve ana sözleşmede belirlenen kayıtlı sermaye miktarına kadar yeni pay çıkarılarak, yönetim kurulu tarafından sermaye artırılabilir. Bu artırımda, TTK'daki esas sermaye artırımını düzenleyen hükümlere bağlı olunmayacaktır (Ser.P.K. m.12/II). Ancak çıkarılan pay senetleri tamamen satılarak bedelleri ödenmedikçe yeni pay senetleri çıkarılamayacaktır (Ser.P.K. m.12/III). Ser.P.K. kayıtlı sermayenin kabulü halinde yalnızca sermayenin artırılmasından söz etmiş olduğu için yönetim kurulunun sermayeyi azaltma yetkisi yoktur. Sermayenin azaltılması TTK hükümlerine tabi olup genel kurulun yetkisindedir¹¹.

1.2.1.2. Ortaklığın Çıkarılmış Sermayesinin En az %49'u Oranındaki Hisse Senetlerini Halka Arz Etmesi

Çıkarılmış sermaye, başlangıç sermayesi ile kayıtlı sermaye arasında kalan, yönetim kurulunca yapılacak her pay çıkarılmasından sonra yükselen, tamamen taahhüt

¹⁰ Bahtiyar, Anonim..., a.g.e., s.60.

¹¹ Aynı, s. 60.

edilip, bedeli ortaklığa getirilmesi gereken somut bir miktardır¹². GYO'ların halka açık anonim ortaklık niteliğinde olmasının gereği olarak çıkarılmış sermayesinin belirli oranını halka arz etmesi zorunlu kılınmıştır. Halka açılma zorunluluğu GYO'ların temel felsefesini oluşturmaktadır. %49' luk halka açılma oranı, dengeli ortaklık yapısının oluşturulabilmesi ve tüm ortakların, dolayısıyla küçük yatırımcıların da, gayrimenkul piyasalarındaki yüksek kazanç ortak edilebilmesi için oluşturulmuş bir otokontrol mekanizmasıdır¹³.

1.2.1.3. Başlangıç Sermayesinin Kurulca Belirlenen Miktardan Az Olmaması

Başlangıç sermayesi kanunda, kayıtlı sermayeli anonim ortaklıkların sahipleri zorunlu olan asgari çıkarılmış sermayeleri olarak tanımlanmaktadır (Ser.P.K. m.3/e). Asgari bir başlangıç sermayesi hükmü ile, çeşitli maceracı ve spekülasyon girişimleri engelleme ve ortaklığın faaliyet ve amaçları ile kayıtlı sermaye rakamı arasında uyum sağlama amaçlanmaktadır. GYO'lar için başlangıç sermayesi miktarı Kurul tarafından en az 3.2 Trilyon TL olarak belirlenmiştir. Mevcut bir anonim ortaklığın kayıtlı sermaye sistemine geçerek GYO'ya dönüşmesi için de, ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin en az bu miktarda olması gerekir (GYOT m.6/B,c). Bu miktar, Maliye Bakanlığı'nca ilan edilen yeniden değerlendirme oranının %80' inin altında olmamak koşuluyla her yıl SPK tarafından yeniden belirlenerek ilan edilir (GYOT m.6/son)¹⁴.

Ortaklık SPK tarafından belirlenen asgari miktardan daha yüksek bir başlangıç sermayesi belirleyebilir. Bu miktarın belirlenmesinde ortaklığın amacı ve gelişme planları dikkate alınmalı, faaliyet konularına göre çok yüksek bir rakam saptanmamalıdır. SPK tarafından belirlenen miktardan çok fakat ortaklığın faaliyet

¹² Aynı, s.62.

¹³ Hakan Kodal, "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Halka Açılma ve Portföy Oluşumu", *Yaklaşım*. Sayı no:68, (Ağustos 1998), s.44.

¹⁴ Bahtiyar, "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları...", a.g.e., s.75.

konusu ve amacı açılardan yetersiz bir başlangıç sermayesi saptanması da maceracı ve spekülâtif girişimleri önlemede etkisiz kalabilecektir¹⁵.

1.2.1.4. Hisse Senetlerinin Nakdi ve/veya Ayni Sermaye Karşılığı Çıkarılmış Olması

Ser.P.K. m.36/c hükmü gereği yatırım ortaklıklarında hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılma şartı var iken, 15.12.1999 tarihli ve 4487 Sayılı Ser.P.K. da Değişiklik Yapılmasına Dair Kanunda 36. Maddeye eklenen son fıkra ile GYO'lara ayni sermaye koyma olanağı getirilmiştir. 8.6.2000 tarihli Seri VI, No:13 Sayılı Tebliğ¹⁶ ile de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğine ayni sermaye başlıklı 9/A maddesi eklenmiştir. Bu düzenlemelere göre, GYO'ların kuruluşlarında ve sermaye artırımlarında, TTK hükümleri çerçevesinde ayni sermaye konulabilir. Ayni sermaye karşılığı çıkarılacak senetlerin halka arz esasları SPK tarafından düzenlenir, bunların nama yazılı olması zorunludur ve devirlerinde TTK'nın 404'üncü maddesi hükmü uygulanmaz (Ser.P.K. m.36/son).

GYO'ların kuruluşlarında başlangıç sermayesini, dönüşümlerinde mevcut ödenmiş veya çıkarılmış sermayesini temsil eden hisse senetlerinin en az %25'inin nakit karşılığı çıkarılmış olması gerekir (GYOT m.6/d).

Kuruluştaki ayni sermaye konması durumunda, kurucular mahkemeye başvurarak şirkete konacak ayni sermayenin değerini tespit edilmesi için bilirkişi atanmasını talep ederler. TTK uyarınca mahkemece yapılan görevlendirme neticesinde hazırlanacak bilirkişi raporuna ek olarak, Kurul tarafından listeye alınmış ve gerekli nitelikleri haiz bir ekspertiz kuruluşundan da ekspertiz raporu alınır. Hazırlanan raporlarda gayrimenkulün değerine ilişkin olarak ulaşılan tutarlardan düşük olanı ayni sermaye olarak alınır. Bundan sonra belirlenen sermaye rakamını içeren ve kurucularca imzalı esas sözleşme ile Kurul'a başvurulur.

¹⁵ Bahtiyar, Anonim..., a.g.e., s.62.

¹⁶ Resmi Gazete, 8 Haziran 2000, Sayı:24073.

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

GYO'lara aynı sermaye olarak ancak üzerinde ipotek bulunmayan veya gayrimenkulün değerini doğrudan ve önemli ölçüde etkileyecek nitelikte herhangi bir sınırlama şerhi olmayan bina, arsa, arazi ve buna benzer nitelikteki gayrimenkuller konabilir, bunlar dışında kalan maddi ve gayrimaddi varlıklar aynı sermaye olarak konulamaz. Sermaye olarak konulacak gayrimenkuller, ortaklığın tüzel kişilik kazanması veya sermaye artırımının tescilinden itibaren en geç 10 gün içinde tapu siciline ortaklık adına tescil ettirilir.

Bu düzenlemeler ile, ellerinde değerli gayrimenkuller bulunan gerçek ve tüzel kişileri ortak olmaya teşvik etmek amacıyla, GYO'lara, diğer yatırım ortaklıklarına göre istisnai bir olarak tanınmıştır.

1.2.1.5. "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı" İbaresinin Ortaklığın Ticaret Unvanında Yer Alması

Bu hüküm TTK 45 ile birlikte değerlendirildiğinde "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı" ibaresinin sonuna "Anonim Şirket" veya "Anonim Ortaklık" yazılması ile unvanın çekirdek kısmı oluşur. Bu çekirdek kısma, TTK 47-48 hükümleri uyarınca zorunlu veya ihtiyari eklemeler yapılır. Unvana yapılacak ekler ile ilgili olarak GYO Tebliğinin 4/b maddesinde yer alan hükme göre; ortaklığın ticaret unvanında doğrudan ismi veya unvanı kullanılan veya doğrudan olmasa bile ortaklığın ticaret unvanında kendisi ile bağlantılı olduğu izlenimi uyandıran bir ibareye yer verilen gerçek veya tüzel kişilerin, aynı hükümde tanımı yapılmış "lider girişimci" sıfatını taşıması zorunludur. Böylece, bir ölçüde unvanın kişileri yanıltmaması ve unvan ile lider girişimci ortak arasında bağlantı sağlanması amaçlanmıştır¹⁷.

¹⁷ Bahtiyar, "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları...", a.g.e., s.78.

1.2.1.6. Portföy İşletmeciliği Faaliyetinde Bulunmak Üzere Kurula Başvurulmuş Olması

Sermaye Piyasası faaliyetlerinde bulunacak kurumların Kuruldan izin almaları zorunludur. Portföy işletmeciliği de sermaye piyasası faaliyetlerindedir (Ser.P.K. m.30,31). Yatırım ortaklıklarının kuruluş izni alabilmeleri için portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere Kurula başvuruları şarttır (Ser.P.K. m.35/II). GYO Tebliğinin 6. Maddesi A/f ve B/e fıkralarında da, kuruluş ve dönüşüm şartlarından biri olarak, portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere Kurula başvurulmuş olması öngörülmüştür. Kanunda ve Tebliğde yalnız başvurulmuş olması belirtildiğinden; kuruluş veya dönüşüm izni ile portföy işletmeciliği izni başvurularının birlikte sonuçlandırılması gerekmemektedir. Portföy işletmeciliği izni talebi, kuruluş ya da dönüşümün tescilinden sonra ve halka arzedilecek hisse senetlerinin kayda alınması başvurusu ile birlikte değerlendirilecektir¹⁸.

1.2.1.7. Kurucu Ortaklardan veya Mevcut Ortaklardan En Az Birisinin Lider Girişimci Olması

GYO Tebliğine göre, ani kuruluşta kuruculardan; dönüşümde ise mevcut ortaklardan en az birisinin lider girişimci olması gerekir. Lider girişimci, ortaklıkta tek başına veya bir araya gelerek sermayenin en az %25'i oranında pay sahibi olan ortak ya da ortaklardır. Ortaklık hisse senetlerinin halka arz edilmesi sonrasındaki pay edinimleri bu kapsamda değerlendirilmez. Ortaklığın ticaret unvanında doğrudan ismi veya unvanı kullanılan veya doğrudan olmasa da ortaklığın ticaret unvanında kendisi ile bağlantılı olduğu izlenimi uyandıran bir ibareye yer verilen gerçek veya tüzelkişilerin lider girişimci olması zorunludur (GYOT m.4/b). Bu düzenlemenin amacı, lider girişimcinin taşınması gereken niteliklerden hareketle lider girişimcinin şahsında ortaklığın güvenilirliğini sağlamaktır¹⁹.

¹⁸ Aynı, s.81.

¹⁹ Aynı, s.79.

Ortaklık ana sözleşmesinde lider girişimci sıfatıyla yer alan ortak veya ortaklara, asgari sermaye paylarını temsilen verilecek hisse senetleri ancak nama yazılı olabilir. Bu senetler, halka arz yoluyla satış süresinin bitimini takip eden bir yıl boyunca başkasına devredilemez. Söz konusu hisse senetleri ancak belirtilen sürenin dolmasından sonra Kurul kaydına alınabilir (GYOT m.15).

1.2.1.8. Kurucuların Belirli Niteliklere Sahip Olması

Ortaklık portföyünün güvenilir kişilerce yönetilmesi ve tasarruf sahiplerinin korunması, önemli ölçüde kurucuların ve yöneticilerin belirli niteliklere sahip olması ile sağlanabilir. Bu nedenle kurucuların ve yöneticilerin taşımaları gereken nitelikler SPK tarafından özel düzenlemeye bağlanmıştır²⁰.

Ser.P.K. 36/f uyarınca kurucuların müflis olmadığı veya yüz kızartıcı bir suçtan dolayı hükümlü bulunmadıklarının tespit edilmiş olması gerekir. GYO Tebliği ile kurucuların nitelikleri ayrıntılı bir şekilde düzenlenmiştir. Ani kuruluşta, kurucu gerçek kişiler ile kurucu tüzelkişilerin yönetim kurulu üyelerinin; dönüşecek ortaklıkta %10 veya üzerinde paya sahip gerçek kişi ortaklar ile tüzelkişi ortakların yönetim kurulu üyelerinin, belirli nitelikleri taşınması gerekmektedir (GYOT m.6/A,h ve 6/B,g).

Kurucuların (GYOT m.7);

- Müflis olmamaları ve zimmet, ihtilas, irtikap, rüşvet, emniyeti suistimal, sahtecilik, hırsızlık, dolandırıcılık, istihsal kaçakçılığı hariç kaçakçılık gibi yüzkızartıcı suçlardan dolayı veya Kanun'a muhalefetten dolayı hüküm giymemiş olduklarını yetkili adli mercilerden belgelendirmeleri,
- Sermaye piyasası faaliyetlerine ilişkin Kurul düzenlemeleri çerçevesinde faaliyet izinlerinden biri veya birkaçı, sürekli veya geçici olarak kaldırılmış veya Borsa üyeliğinden geçici veya sürekli olarak çıkarılmış kuruluşlarda bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu tespit edilmiş kişilerden olmamaları,

²⁰ Aynı, s.78.

- Yabancı uyruklu olmaları halinde, yabancıların gayrimenkul iktisabına ilişkin ilgili mevzuat hükümleri saklı kalmak kaydıyla, 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu uyarınca gerekli izinleri almış olmaları zorunludur.

Lider girişimcilerin ise, hem kurucular için belirlenen niteliklere sahip olması, hem aşağıdaki özel şartları taşıması gerekmektedir (GYOT m.8).

Ortaklıkta lider girişimci konumunda olabilecek gerçek kişilerin;

- Yıllık brüt gelirlerinin asgari 320 milyar TL olması ve bu gelirlerinin istikrar arzeder nitelikte olması
- Toplam menkul ve gayrimenkul varlıklarının vergiye esas değerinin en az 3.2 trilyon TL olması,
- Ortaklığın faaliyet konusuna giren alanlarda yeterli bilgi ve tecrübeye sahip olması,

Tüzelkişilerin;

- En az 5 yıllık faaliyet geçmişinin olması,
- Ortaklık başvurusunda bulunulan döneme ilişkin mali tablolarının bağımsız denetimden geçirilmiş olması,
- Son üç faaliyet döneminde kâr elde etmiş olması,
- En son mali tabloları itibariyle aktif toplamının 10 trilyon TL'dan, net dönem kârının ise 1 trilyon TL'dan az olmaması,
- Ortaklığın faaliyet konusuna giren alanlarda yeterli bilgiye sahip olması zorunludur.

Yukarıda geçen rakamsal değerler, Maliye Bakanlığı tarafından ilan edilen yeniden değerlendirme oranının %80'inin altında olmamak şartıyla her yıl Kurulca yeniden belirlenerek ilan edilir.

1.2.1.9. Esas Sözleşmelerinin Kanun ve Tebliğ Hükümlerine Uygun Olması

1.2.1.10. SPK'nın Uygun Görüşünün Alınması

1.2.2. Kuruluş veya Dönüşüm Aşamaları

GYO kurmak ya da GYO'ya dönüşmek istenildiğinde geçilmesi gereken aşamalar ve yapılması gerekenler şunlardır:

1.2.2.1. Esas Sözleşmenin veya Esas Sözleşme Değişikliği Metninin Hazırlanması

GYO kurmak için ilk aşama, emredici düzenlemelere uygun bir esas sözleşmenin hazırlanması, tüm kurucular tarafından imzalanması ve imzaların notere onaylattırılmasıdır. Esas sözleşmenin hazırlanmasında TTK'nın 279. maddesinden yararlanılmaktadır. GYO kuruluşlarında SPK tarafından hazırlanan örnek esas sözleşme metni kullanılmaktadır fakat örnek metni aynen benimseme zorunluluğu yoktur.

Mevcut bir anonim ortaklığın GYO'ya dönüşmesi ise, TTK 385-390 hükümleri çerçevesinde bir esas sözleşme değişikliği gerektirir. Esas sözleşmenin değiştirilecek maddeleri yeni şekilleriyle birlikte emredici hükümlere uygun olarak hazırlanır²¹. Değişiklik genel kurulca karara bağlanacağından, TTK'nın 388. maddesi uyarınca, şirket genel kurulunun yapılarak, sermayenin en az üçte ikisini temsil eden pay sahiplerinin katılımıyla ve mevcut oyların çoğunluğuyla esas sözleşmenin değiştirilmesinin onaylanması gerekir²². TTK m.389'a göre genel kurulca alınan esas sözleşme değişikliği kararı imtiyazlı pay sahiplerinin haklarına zarar verici nitelikte ise, ayrıca imtiyazlı pay sahiplerinden de onay alınması gerekecektir.

1.2.2.2. Sermaye Piyasası Kuruluna Başvurulması

Esas sözleşmenin kurucular tarafından imzalanması ve imzaların noterce onaylanmasından sonra ya da esas sözleşme değişikliğinden sonra kuruluş veya dönüşüm izni almak için GYO Tebliğinin 1 nolu ekinde gösterilen belgelerle birlikte

²¹ Aynı, s.96.

²² Kürşat Tuncel, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Türkiye Uygulaması** (Ankara: SPK Yayınları, Yay. No:105, 1997), s.17.

SPK'ya başvurulur (Ser.P.K. m.35/II, GYOT m. 9/I). Kurul, kendisine yapılan başvuruyu Kanun ve Tebliğ hükümlerine uygunluk açısından inceler ve herhangi bir aykırılık görmez ise kuruluş ya da dönüşüm talebine uygun görüş verir (GYOT m.9/II).

1.2.2.3. Bakanlığa Başvurulması

Başvuru uygun bulunduğu takdirde esas sözleşmenin onaylanması ve sermaye şartının yerine getirildiğine ilişkin belgelerin sunulması için Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'na gidilir (GYOT m.9/III). Kurulun veya Bakanlığın vereceği olumsuz kararlara karşı idari yargı yoluna başvurulabilir.

1.2.2.4. Ticaret Siciline Tescil ve İlan

Ani usuldeki kuruluşlar için, bakanlık izninin verildiği tarihten itibaren onbeş gün içinde, ortaklık merkezinin bulunduğu yerin Ticaret Siciline başvurularak tescil yaptırılır. Ortaklık, tescil ile tüzelkişilik kazanır (TTK m.301/I, GYOT m.9/IV). Dönüşüm yapan ortaklıklar ise ortaklık genel kurulunu ve gerekiyorsa imtiyazlı pay sahipleri genel kurulunu toplayarak esas sözleşme değişikliğini onaylatırlar ve bundan sonra, onbeş gün içinde, ortaklık merkezinin ve şubelerinin bulunduğu yerlerde ticaret siciline tescil işlemini gerçekleştirirler. Dönüşüm, tescil ile tamamlanmış olur (GYOT m.9/son, TTK m.390/son). Tescilden sonra ilana tabi hususlar, Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde ilan ettirilir.

2. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ FAALİYETE GEÇME ŞARTLARI

2.1. ABD Hukukunda

2.1.1. Menkul Kıymet İhracı İçin 1933 Tarihli Federal Menkul Kıymetler Kanununa Göre SEC'e Kayıt Olma

1933 Tarihli Menkul Kıymetler Kanununa göre, menkul kıymetlerini halka arz etmek isteyen şirketler, sözkonusu menkul kıymetlerin piyasaya sürülmesinden önce

Securities Exchange Commission'a (SEC), kayda alınmak için başvuruda bulunmak zorundadırlar. Bunun için başvuru formu düzenlenir ve SEC'e başvuru yapılır. Başvuru formunda şirkete ve menkul kıymetlere ilişkin bilgiler açıklanacaktır. Söz konusu menkul kıymetler SEC tarafından kayda alınma başvurusu kabul edildikten sonra halka satılabilmektedir. Diğer taraftan, menkul kıymetler sadece ortaklık merkezinin bulunduğu eyalet sınırları içinde satılacaksa veya satılacak menkul kıymetlerin değeri 500.000 doları geçmiyorsa kayda alınmak için başvurma zorunluluğu yoktur²³. Çünkü bu tür menkul kıymetler kanunen kayda alınmadan muaf tutulmuştur (Sec.3 (a) (11) of 1933 Act).

SEC tarafından değişik nitelik ve nicelikteki şirketlerin menkul kıymetlerinin kayda alınmasını kolaylaştırmak amacıyla, ihraç edilecek menkul kıymetlere göre kamuya açıklanması gereken bilgiler açısından farklılıklar gösteren başvuru formları hazırlanmıştır. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları için gerekli olan başvuru formu S-11 dir. Başvuru formları genel olarak şu temel hususları kapsamaktadır²⁴:

- Kayda alınacak şirketlerin varlıkları ve iş durumu,
- Halka arz edilecek menkul kıymetlerin temel özellikleri ve ihraççının diğer menkul kıymetleri ile ilişkileri,
- Menkul kıymet ihraç eden şirketlerin yöneticilerine ilişkin bilgiler,
- Bağımsız dış denetim kuruluşlarınca onaylanmış mali tablolar
- GYO' larda gayrimenkullerle ilgili bilgi.

Menkul kıymetlerin kayda alınmasından sonra, satış amacıyla, sözlü olarak veya SEC kuralları çerçevesinde düzenlenen ve başvuru formunda yer alan bilgilerin bir özeti olan izahnameler ile halka çağrıda bulunulabilir. Kayda alınmadan önce menkul kıymetlerin satılması yasaya aykırıdır. Ayrıca, 1933 tarihli yasa, menkul kıymetlerin SEC tarafından kayda alınmalarını izleyen 20. günde satılabileceğini öngörmektedir. Bununla birlikte, SEC, halka açıklanacak bilgileri yeterli bulur, ihraç edilecek menkul kıymetlere ilişkin bilgilerin dağıtımının ve anlaşılmasının kolay olacağına karar verir,

²³ Ünal, Aracı..., a.g.e., s.33.

²⁴ Cemal Küçüksözen, *Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi*, (Ankara: SPK Yay. No:131, 1999), s.27.

yatırımcılar ve halkın yararı açısından uygun görürse bekleme süresini kısaltabilmektedir. Menkul kıymetlerin kayda alınması kesinlik kazandıktan sonra satış gerçekleştirilebilmektedir. Ayrıca 1933 tarihli yasaya dayanarak SEC tarafından yapılan düzenlemelere göre, menkul kıymet satışı sırasında başvuru formunda yer alan bilgilerin geniş bir özeti olan izahnamenin, menkul kıymet satın almak isteyen yatırımcıya, yatırımcının menkul kıymeti satın almaya ilişkin kararını bildirme tarihinden 48 saat önce dağıtılması zorunludur. Böylece yatırımcının menkul kıymet satın alma kararını yeterli bilgiye dayalı olarak vermesi sağlanmaktadır.

Menkul kıymetlerin kayda alınması Komisyonun söz konusu menkul kıymetleri güvenilir bulduğu anlamına gelmez. SEC tarafından yayınlanan bir açıklamada belirtildiği gibi, menkul kıymetlerin kayda alınması, yatırımcıların uğrayabilecekleri kayıplara karşı güvence sağlamadığı gibi, Komisyonun da menkul kıymetleri güvenilir olmadığı gerekçesiyle reddetme yetkisi yoktur. Menkul kıymetlerin kayda alınmasında uyulması gerekli tek şart, kamuyu aydınlatma ilkesine uyulmasıdır. Bu açıklamalara göre menkul kıymetlerin kayda alınmasının amacı, yatırımcıların menkul kıymetlere ilişkin olarak gerçekçi bir değerlendirme yapabilmelerine ve böylece menkul kıymetleri satın alıp almamak hususunda bilinçli bir karar verebilmelerine imkan tanımak üzere bilgilerin açıklanmasını sağlamaktır²⁵.

2.1.2. 1934 Tarihli Menkul Kıymetler Borsa Kanununa Göre İlgili Borsa ve SEC'e Kayıt Olma

1934 Tarihli yasaya göre, menkul kıymetlerini ulusal borsalarda ve borsa dışı piyasalarda halka satmak üzere kote ettirmek isteyen şirketlerin, ilgili borsa ve SEC'e kayıt formu ile başvurmaları gerekmektedir. Kayıt formunun biçim ve içeriği SEC kuralları ile belirlenmektedir. Kayıt formunda yer alması SEC tarafından öngörülen bilgiler, genellikle 1933 tarihli yasaya göre kayıt formunda yer alması istenen bilgilere benzemekle birlikte daha dar kapsamlıdır. Menkul değerlerini ilgili borsa ve SEC'e kaydettiren şirketler bu işlemden sonra, kayıt sırasında verdikleri bilgileri

²⁵ Haluk A. Kabaalioglu, *Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi*, (İstanbul: 1985), s.66.

güncelleştirmek üzere yıllık ve diğer periyodik (üçer aylık) bilgileri, bağımsız dış denetim şirketlerince denetlenmiş mali tablo ve raporlar halinde SEC ve ilgili borsaya vermek zorundadırlar.

1933 tarihli yasa ile getirilen kayda alma sürecinde olduğu gibi, ikincil piyasada menkul kıymetlerin kaydı ve sürekli bilgilendirme sürecinde de, kamuya açıklanan bilgilerin doğruluğu SEC tarafından garanti edilmemektedir²⁶.

2.1.3. Eyalet Menkul Kıymetler Kanunlarının Gereklerine Uyma

GYO'lar, ilgili borsa ve SEC'e kayıt olma dışında buldukları eyaletin Menkul Kıymetler Komisyonuna da kaydolmak zorundadırlar. Eyalet idari makamına verilecek bilgiler, SEC'e verilen bilgilerin aynıdır. SEC'e sunulan tüm belgelerin birer nüshası ilgili eyalet makamına sunulur ve SEC'deki kaydın kesinlik kazanması ile eyalette yapılan kayıt kesinlik kazanır. Bununla birlikte eyalet idari makamı gerekli görürse, federal kanuna göre geçerli olan kaydın o eyalet içinde geçerli olmayacağını kabul edebilir²⁷.

2.1.4. Halka Arz İşlemleri (Public Offering)

ABD Hukukunda halka arz, bir menkul kıymetin halka veya özel bir gruba satışının teklif edilmesini ifade eder. Halka arz, menkul kıymetlerin çıkarıldıkları andan itibaren halk tarafından satın alınabilme imkanının varlığını gösterir. Burada iki ihtimal vardır. Birincisinde yeni çıkarılan menkul kıymetlerin satışı, ikincisinde ise daha önce çıkarılmış ve ortaklık elinde tutulan veya büyük miktarlarda bir şahsın elinde bulunan menkul kıymetlerin aracı kurumlar vasıtasıyla halka arzı söz konusudur²⁸.

²⁶ Küçüksözen, a.g.e., s.31.

²⁷ Kabaaliolu, a.g.e., s.47.

²⁸ Oğuz Kürşat Ünal, *Sermaye Piyasasında Halka Açık Anonim Ortaklıklar*, (Ankara: Nobel Yayın Dağıtım Ltd Şti., Yayın No:91, 1999), s.23.

ABD Hukukunda menkul kıymetlerin halka arzı için, herhangi bir merciden izin almak gerekli değildir. SEC yatırımcıları korumak amacıyla, gerekli tedbirleri almakla yükümlüdür. ABD Menkul Kıymetler Kanunları, halka arz prosedürü içinde, yatırım analizlerinin bildirilmesini ve yatırım kararlarının tedbirli ve basiretli bir şekilde verilmesini kolaylaştırmak için hazırlanmıştır. Bu bakımdan, halka arz edilen menkul kıymetler hakkındaki son kararı verecek ve değerlendirmeyi yapacak olan SEC değil, bizzat yatırımcıdır. Komisyon, kendisine bildirilen yatırım analizi konusundaki mali ve diğer temel bilgiler hakkında kamunun düzenli ve doğru bir şekilde aydınlatılmasını sağlamakla görevlidir. Bunun dışında SEC'in menkul kıymetlerin satışını önleme yetkisi yoktur²⁹.

ABD'de menkul kıymetler ortaklık tarafından halka arz ediliyorsa, menkul kıymetlerin SEC tarafından kurul kaydına alınması gereklidir (Sec. 6,7,8,11 of 1933 Act).

ABD Hukukunda birçok halde menkul kıymetlerin halka arzı bir aracı kuruluş grubu vasıtasıyla yapılır. Bu gruba aracı kurumlar ile yatırım bankalarının ilgili bölümleri de dahildir. Ticari bankalar, kamu menkul kıymetleri haricindeki menkul kıymetlerin halka arzında, aracılık faaliyetinde bulunamazlar³⁰. Diğer taraftan, Menkul Kıymetler Kanunu, kayda alınmadan önce, menkul kıymetlerin hem satılması hem de satın alınması için yazılı veya sözlü teklif verilmesini yasaklamıştır (Sec.5 of 1933 Act). Ancak, aracı kurumlarla yapılacak aracılık anlaşmaları ve aracılar arasındaki konsorsiyum anlaşmaları bu yasak kapsamının dışındadır (Sec.2(3) of 1933 Act). Kanun koyucu yatırımcıların, özellikleri henüz tam ve doğru olarak bilinmeyen bir menkul kıymeti satın almasını önlemek ve bu suretle onları korumak amacıyla bu hükmü koymuştur. Hatta bu dönemde aracı kurumlardan oluşan bir satış grubu dahi pazarlama için faaliyette bulunamayacağı gibi, menkul kıymet pazarlamacıları (dealer) da böyle bir satış grubuna dahil olamaz. Ancak pazar araştırmaları gibi faaliyetler, konsorsiyum anlaşmaları bu yasak kapsamında değildir. Kayda alınmak için başvuru formunun SEC'e

²⁹ "Richard W. Jennings, Harold Marsh. *Securities Regulation, Cases And Materials*. New York: 1982, s.23" Ünal, Sermaye..., a.g.e., s.24'deki alıntı.

³⁰ Ünal, Aracı..., a.g.e., s.33.

verilmesinden itibaren 20 gün içerisinde herhangi bir menkul kıymet satışı, satış teklifi yapılması veya bu konuda kamuoyu yaratacak şekilde reklam yapılması yasaktır (Sec.5, 8 of 1933 Act). Bekleme süresi denen bu süre içinde aracılık yüklenim taahhüdünde bulunacak aracilar veya dağıtıma katılacak menkul kıymet pazarlamacıları (dealers), müşterileriyle bağlantıya geçmekte serbesttir. Ancak bu serbestlik, Menkul Kıymetler ve Menkul Kıymetler Borsa Kanunlarında hileye karşı getirilen hükümlerle sınırlıdır ve bu dönemde dahi yazılı teklifler yasaktır. Ancak aracilar çıkarılacak menkul kıymetleri müşterilerine tavsiye edebilirler veya teklif edilen menfaatleri tartışabilirler. Hatta SEC'in yayımlayacağı sirkülerin bir kopyasını gerçekliğini araştırmaları için müşterilerine verebilirler³¹. SEC bekleme süresini, gördüğü eksiklik ve yanlışlıkların düzeltilmesi için durdurabilir. Ortaklığın yaptığı her düzeltmeden sonra 20 günlük süre yeniden işlemeye başlar (Sec.8 of 1933 Act). Bekleme süresi geçtikten sonra herhangi bir işleme ve izne gerek kalmadan menkul kıymet satışına başlanabilir.

2.2. Türk Hukukunda

2.2.1. Gerekli Mekan, Donanım, Personel, Organizasyon ve Portföyün Oluşturulması

Kuruluş veya dönüşümün ticaret siciline tescilinden itibaren bir yıl içinde, ortaklık faaliyetlerinin yürütülebilmesi için gerekli olan mekan, donanım ve personelin bulunması, organizasyonun kurulması ve kaynakların zorunlu giderler dışında kalan kısmı ile ortaklık portföyünün oluşturulması gereklidir (GYOT m.10/I).

2.2.2. Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınması

Kurul kaydına alınmak, GYO hisse senetlerinin halka arz edilmesine izin verilmesi demektir. Kuruluş veya dönüşümün tescilinden itibaren bir yıl içinde Kurula başvurularak halka arz edilecek hisse senetlerinin kayda alınması talep edilir (GYOT m.10). Bir yıllık süre içinde Kurula başvurmayan ya da gerekli şartları sağlamadığı için başvurusu Kurul tarafından uygun görülmeyen ortaklığın GYO olarak faaliyette

³¹ Ünal, Sermaye..., a.g.e., s.30.

bulunma hakkı ortadan kalkar. Bu takdirde ortaklık, bir yıllık sürenin bitiminde veya Kurulun olumsuz görüşünün kendilerine bildirildiği tarihten itibaren en geç üç ay içinde esas sözleşmesini değiştirerek GYO olma yolundaki hükümleri ortadan kaldırmak ve kayıtlı sermaye sisteminden çıkmak zorundadır. Buna uymadığı takdirde TTK hükümleri uyarınca, şirket amacının gerçekleşmesinin olanaksızlığı (TTK m.434/2,6) nedeniyle müfeseh addolunur. Ancak, Kurul, hisse senetlerinin ihraç edileceği piyasalarda önemli olumsuzlukların ortaya çıkması halinde, ortaklığın başvuruda bulunması üzerine bir yıllık süreyi uzatma yetkisine sahiptir (GYOT m.10/II).

Yapılacak ilk halka arzdan önce, rüçhan haklarının tamamen kullanılması suretiyle sermaye artırımını yapılarak çıkarılmış sermaye artırılmaz (GYOT m.10/III).

Kurul kaydına alınmanın anlamı, şirket ve hisse senetleri hakkında detaylı bilgiler içeren izahnamenin halka arz için gerekli bilgileri tam ve doğru olarak içerdiğinin tespit edilmesidir³². Kayda alınmanın amacı sermaye piyasası araçlarının halka arzında kamuyu aydınlatmaktır. Kayda alma; yatırımcıların yatırım yaptıkları ortaklıkların ekonomik durumu hakkında yeterli ve doğru bilgiler edinmelerine ve bu sayede risk-getiri değerlendirmelerini bizzat yapabilmelerine dayanır.

Kayda alınma talebiyle yapılan başvuruyu Kurul, izahname ve sirkülerin ortaklık ve halka arz edilecek hisse senetlerine ilişkin mevzuatta öngörülen bilgileri içerip içermediğini dikkate alarak, kamunun aydınlatılması çerçevesinde inceler. İncelemeler sonucunda açıklamaları yetersiz bulur ve gerçeği yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı sonucuna varırsa, bu konudaki gerekçelerini açıklayarak talebi reddeder. Uygun gördüğü takdirde ise hisse senetleri kayda alınır (Ser.P.K. m.5; GYOT m.12/II).

Ortaklık hisse senetlerinin kayda alınmasından önce, satışı yapılacak senetlerin ihraç değeri üzerinden Ser.P.K. m.28'e göre belirlenen ücret T.C. Merkez Bankası Ankara Şubesi'nde Kurul adına açılmış hesaba peşin olarak yatırılır (GYOT m.45; S.I, N.26 Teb.16/II). Kurul kaydına alınma, ihraç edilen hisse senetlerinin ve ortaklığın

³² Tuncel, "Gayrimenkul...", a.g.e., s.52.

Kurul veya Kamuca tekeffülü anlamına gelmez ve reklam amacı ile kullanılamaz (GYOT m.12/III).

Hisse senetleri Kurul kaydına alınan ortaklıklar;

- Kuruluş esas sözleşmesinin ilan edildiği TTSG'nin bir nüshasını, ilan tarihini,
- Halka arza ilişkin izahname, sirküler, satışa ilişkin ilan ve reklamların yayınlandığı gazetelerin birer nüshasını, yayın tarihlerini,
- Halka arz sonrasında oluşan yeni ortaklık yapısı ve satış sonuçları hakkındaki bilgileri,

satış süresinin bitimini izleyen altı işgünü içinde Kurula gönderirler (GYOT m.13).

2.2.3. Halka Arz İşlemleri

Halka arz süreci içinde, Kurulun hisse senetlerinin halka arzına ve satış yöntemlerine ilişkin düzenlemelerine uyulur (GYOT m.11/I). Hisse senetlerinin halka arzedilmesine ilişkin başvurunun ve halka arz işlemlerinin, Kurulca yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş tarafından yapılması zorunludur (Ser.P.K. m.7/I, GYOT m.11/I). Aracı kuruluş kavramı Ser.P.K. 34 uyarınca faaliyet izni almış aracı kurumlar ile bankaları kapsar. Ortaklık, öncelikle, hisse senetlerini halka arz edecek aracı kuruluş ile bir "aracılık sözleşmesi" yapmalıdır³³.

GYO hisse senetlerinin halka arzı

- Mevcut sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin halka arzı (portföyden satış yöntemi de denilir)
- Sermaye artırımını yoluyla ihraç edilecek yeni hisse senetlerinin halka arzı
- Her iki yöntemin birlikte uygulanması

yöntemlerinden biri ile yapılabilir (GYOT m.11/II).

Aracı kuruluş tarafından yapılacak başvuruda, Kurula dilekçe ekinde sunulması gereken belgeler, yukarıdaki yöntemlerden hangisinin seçildiğine göre Tebliğde

³³ Bahtiyar, "Gayrimenkul Yatırım.Ortaklıkları...", a.g.e., s.103.

gösterilmiştir (GYOT m.11/II Ek2 ve Ek3). Hisse senetlerinin kayda alınmasından sonra Kurul kaydına alınmanın bir sonucu olarak onaylanmış izahname, kayda alınmayı takip eden onbeş gün içinde ortaklık merkezinin bulunduğu yerin ticaret siciline tescil ve TTSG'de ilan edilir (S.1, N.26 Teb.17).

2.2.4. Borsada Kotasyon

Satış süresinin bitimini takip eden onbeş gün içinde çıkarılan hisse senetlerinin Borsa kotuna alınması için gerekli belgeyi alabilmek amacıyla Kurula başvurulur. Bu belgenin alınmasından itibaren onbeş gün içinde de hisse senetlerinin kotasyonu için Borsaya başvurulması zorunludur (GYOT m.14). Borsaya kotasyonda İstanbul Menkul Kıymetler Borsa (İMKB) Kotasyon Yönetmeliği'nin 11'nci maddesi uyarınca, kotasyon şartları aranmaksızın SPK'nın yazılı isteği üzerine yatırım ortaklıkları borsa kotuna alınır. Bu maddeyle çok sayıda kişinin yatırım yaptığı ortaklıklar için likidite olanağı garanti edilmiş olmaktadır³⁴.

3. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ FAALİYET ESASLARI

3.1. ABD Hukukunda

3.1.1. Gelire İlişkin Esaslar

3.1.1.1. Gelirinin % 75'inin Belirli Gelirlerden Oluşması Şartı

Bu şarta göre, GYO'ların brüt gelirlerinin %75'i aşağıdaki gelirlerden oluşmalıdır (IRC §856 (c) (3):

- Gayrimenkul kiraları,
- Gayrimenkullerle teminat altına alınmış borç faizleri,
- Gayrimenkul satış kazançları ve gayrimenkullerden elde edilen düzenli gelirler,
- Faizler ve diğer GYO'lardaki payların satışından elde edilen kazançlar,
- Gayrimenkul alım satımından kaynaklanan vergi iadesi gelirleri,
- İpotekli gayrimenkullerin satışından elde edilen gelirler,

³⁴ Tuncel, Gayrimenkul..., a.g.e., s.40.

- Gayrimenkulu kiralarırken veya satın alırken ya da ipotekli borç sözleşmeleri yaparken sözleşme yapılması için alınan taahhüt ücretleri,
- Nitelikli geçici yatırım kazançları.

Gayrimenkul kiralari GYO'ların en büyük gelir kaynağıdır. Kanunda istisnalara ve sınırlamalara konu olan gayrimenkul kirasi terimi; GYO tarafından sahip olunan gayrimenkulün kullanımı karşılığı kiracıdan alınan brüt miktar demektir (IRC §856 (d)). Faiz; paradan kaçınma veya paranın kullanılmasının karşılığıdır (IRC §856 (c) (6) (E)). Faiz gelirlerinin bir ipotekli gayrimenkule dayanması gerekmektedir. Faiz gelirinin tamamının %75 gelir şartının içinde değerlendirilebilmesi için, ipotekli gayrimenkulün değeri borcun nominal değerini aşmalı veya eşit olmalıdır. Eğer ipotekli gayrimenkulün değeri borcun nominal değerinden düşükse, faiz geliri gayrimenkulün toplam borca oranına göre değerlendirmeye alınır. Taahhüt ücretleri (IRC §856 (c) (2) (g), 3 (G)); gayrimenkul veya gayrimenkule bağlı haklar üzerinde ipotek kurmak, gayrimenkul kiralamak veya satın almak için sözleşme yapılırken alınan ücrettir. Nitelikli geçici yatırım kazançları (IRC §856 (c) (6) (D)); kâr payları, faizler ya da diğer borç senetlerinden elde edilen kazançlardır³⁵.

Ortaklığın ticari amaçla elindeki gayrimenkulleri satması veya elden çıkarması yasaklanan işlemlerdendir (IRC §857 (b) (6) (B) (iii)). Gayrimenkul satışı aşağıdaki şartları taşıyorsa yasaklanmayacaktır³⁶:

- Gayrimenkul en az dört yıl malvarlığında yer almışsa,
- Satış tarihinden önceki dört yıllık süre boyunca ortaklık tarafından yapılan masraflar satış bedelinin %30'unu aşmamışsa,
- Bir yıllık sürede ortaklık yediden fazla gayrimenkul satış sözleşmesi yapmamışsa ya da gayrimenkulün değeri, ortaklığın yılın başında belirlenen toplam varlıklarının %10'unu aşmamışsa. İpotekli gayrimenkullerin satışı buna dahil değildir.

³⁵ Kelley, a.g.e., s.51.

³⁶ Aynı, s.57.

3.1.1.2. Gelirinin %95'inin Belirli Gelirlerden Oluşması Şartı

Bu şarta göre ((IRC §856 (c) (2)); GYO'ların brüt gelirlerinin %95'i, yüzde yetmişbeş gelir şartında tanımlanan gelirlerden ve buna ilave olarak yüzde yetmişbeş şartına uygun olmayan kâr payları, faizler, ve menkul kıymetlerin satışından elde edilen kazançlardan oluşmalıdır. Bu yüzden, eğer GYO'nun brüt gelirinin %95'i ya da daha fazlası %75 şartı kapsamına giren gelirlerden meydana geliyorsa %95 şartı uygulanmış olur. Eğer brüt gelirlerin %95'inden daha azı %75 şartı kapsamına giren gelirlerden oluşuyorsa, %20'ye kadar, kâr paylarından, %75 şartına göre yeterli olmayan faizlerden, ve menkul kıymetlerin satış kazançlarından oluşmalıdır³⁷. Böylece GYO'ların gelirlerinin %25'ini gayrimenkul dışı pasif kaynaklardan ve %5'ini ilişkili olmayan kaynaklardan elde etmesi için izin verilmektedir³⁸. %75 gelir şartı kapsamına girmeyen kiralar, belge hazırlama veya kredi araştırması gibi görevlerden elde edilen gelir vb. %5'lik dilime giren gelirlerdendir.

Tahsil edilen alacaklar brüt gelire dahil edilmez. GYO, gelire ilişkin şartları karşılayamazsa ve bu ihmali dışında bir sebepten kaynaklanıyorsa GYO statüsünü kaybetmeyecek, ancak elde edilen gelirin tamamı vergiye tabi olacaktır³⁹.

3.1.2. Varlıklara İlişkin Esaslar

Ulusal Gelir Kanunu, GYO yatırımlarının belli çeşitlilikte olmasını emreder. GYO'lar, bu statülerini koruyabilmek için her üç aylık dönemin sonunda kanundaki varlıklara ilişkin esaslara uymak zorundadırlar. Bu esaslar şunlardır (IRC §856 (c) (5), Treas. Reg. 1.856-2 (d) (3)):

- Toplam varlıkların değerinin en az %75'i, gayrimenkul varlıklar, nakit ve nakit kalemleri (alacaklar da dahil) ve devlet menkul kıymetlerinden oluşmalıdır,

³⁷ Aynı, s.34.

³⁸ Brandon, a.g.e., s.94.

³⁹ Kelley, a.g.e., s.35.

- GYO'ların toplam varlıklarının değerinin %25'inden fazlası menkul kıymetlere (devlet menkul kıymetleri hariç) yatırılmaz,
- GYO'ların toplam varlıklarının değerinin %5'inden fazlası tek bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatırılmaz,
- GYO'lar tek bir ortaklığın oy hakkına sahip menkul kıymetlerinin %10'nundan fazlasına yatırım yapamazlar. Nitelikli GYO yardımcı şirketi bu kuralın dışındadır.

Gayrimenkul varlıklara; gayrimenkuller, kiralanmış gayrimenkuller, müşterek mülkiyet payları, ipotek faizleri, diğer GYO'ların hisse senetleri, nitelikli geçici yatırımlar dahildir; maden, petrol ve gaz işletme hakkı dahil değildir (IRC §856 (c) (5) (A), 856 (c) (6)). Yasal düzenlemelere göre gayrimenkul; arazi, arazi üzerindeki iyileştirmeler, binalar ve binaların tamamlayıcı unsurlarıdır. Örneğin; elektrik tesisatı, boru tesisatı, merkezi ısıtma, aydınlatma sistemleri gibi. Farklı tanımlardan kaçınmak için, eyalet kanunlarındaki tanımların kullanılmayacağı kabul edilmiştir. GYO'nun faaliyetlerini yürütebilmesi için gerekli yardımcı varlıklar gayrimenkul tanımına girmez. Örneğin, makineler, ofis aletleri, ulaşım araçları gibi.

Toplam varlıklar, genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine göre belirlenen şirket brüt varlıkları olarak tanımlanmıştır⁴⁰. (Treas.Reg. § 1.856-2(d) (3)). Değer, menkul kıymetlerin piyasa fiyatı anlamına gelmektedir. Gayrimenkul varlıklar ve diğer menkul kıymetler konusunda değer, güvenilir kişiler veya yöneticiler tarafından iyi niyetle belirlenen değer demektir⁴¹ (IRC §856 (c) (6) (A)).

GYO'lar her üç ayın sonunda varlıklara ilişkin esasları sağlamak zorunda olmalarına rağmen, yeni bir menkul kıymet ya da bir gayrimenkul satın almamışlarsa yeniden değerlendirme yapmak zorunda değildirler.

GYO'ların menkul kıymet yatırımlarına ilişkin sınırlandırmalar, 1940 tarihli Yatırım Ortaklıkları Kanununun kurallarından aynen alınmıştır. Menkul kıymet

⁴⁰ Brandon, a.g.e., s.105.

⁴¹ Kelley, a.g.e. s.60.

sınırlamalarına rağmen, 1986 dan beri GYO'lar, kiracılara ve üçüncü kişilere çeşitli hizmetler sağlayan şirketlere %100 oranında iştirak edebilmektedirler⁴². Nitelikli GYO Yardımcı Şirketi denilen bu şirketler, gerek kiracılara gerekse üçüncü kişilere hizmet sağlayabilmektedir. Dolayısıyla GYO'lar bu iştirakleri aracılığıyla kiracılarına verdikleri hizmetleri tam olarak kontrol edebilmekte, sunduğu hizmet çeşitlerini ve müşteri sadakatini artırabilmektedir. GYO, Nitelikli GYO Yardımcı Şirketinin paylarının hepsine, şirket devam ettiği sürece sahip olmak zorundadır. Nitelikli GYO Yardımcı Şirketi, tek bir hukuki varlık olarak GYO ile bütünleştiği zaman nitelikli hale gelecek, varlık ve gelirleri GYO'nun varlık ve geliri gibi kabul edilecektir⁴³. Aksi takdirde ayrı bir hukuki varlık olarak vergilendirilecektir. Ulusal Gelir Kanununa göre, eğer bir GYO'nun iştirak ettiği bir şirket (Nitelikli GYO Yardımcı Şirketi) varsa, bu şirketin ayrı bir vergi statüsüne tabi olduğu görmezlikten gelinir ve şirket varlıklarının, borçlarının, gelir kalemlerinin, zararlarının, kâr kararlarının ve kredilerinin hepsi GYO'ya aitmiş gibi kabul edilir. Şirketin gayrimenkulleri GYO tarafından yönetilir (IRC §856 (i)). Nitelikli GYO Yardımcı Şirketleriyle ilgili Ulusal Gelir Kanunu tarafından yapılan düzenleme eyalet vergi kanunlarında yer alabileceği gibi almayabilir de. Bazı eyaletler iştirak edilen şirketi GYO ile bütün kabul ederken, bazıları ayrı vergilendirilebilir bir şirket olarak kabul eder⁴⁴. Ortaklığın GYO statüsü sona erdiğinde ya da feshedildiğinde Nitelikli GYO Yardımcı Şirketi de bu niteliğini kaybedecektir.

Bir GYO, GYO yapısını seçtikten sonraki ilk üç aylık sürenin sonunda %75 varlık şartına uymuş fakat varlık değerindeki değişme sebebiyle ikinci üç aylık dönemin sonunda %75 varlık şartına uymada başarısız olmuşsa bu niteliğini kaybetmeyecektir. İkinci üç ayda menkul kıymetlerin veya başka malvarlığının alınması sebebiyle varlıkla ilgili şartların sağlanmasında başarısız olunmuşsa, üç aylık sürenin bitmesinden itibaren 30 gün içinde farklılığın giderilmesi halinde GYO niteliği kaybedilmeyecektir (IRC §856 (c) (5)). Bu kurallara göre, GYO niteliğinin devamı için, %75 varlık şartına

⁴² Brandon, a.g.e., s.107.

⁴³ Kelley, a.g.e., 59.

⁴⁴ Brandon, a.g.e., s.107.

uymayan önemli bir varlık alımı gerçekleştiğinde üç aylık süreyi takiben bütün varlıklar yeniden değerlendirilmelidir.

3.1.3. Kâr Payının Dağıtımına İlişkin Esaslar

GYO niteliği kazanabilmek için, yapısal şartlar, gelir ve varlık şartları sağlandıktan sonra, vergilendirilebilir gelirin %90'ı temettü olarak pay sahiplerine dağıtılmak zorundadır (IRC §857 (a) (1)). Daha önce %95 olarak uygulanan oran 1999'da kabul edilen ve 2001'de yürürlüğe giren Modernleştirme Yasası (the REIT Modernization Act or "RMA") ile %90'a düşürülmüştür. Dağıtılması gerekmeyen ve GYO tarafından elde tutulan gelire, normal kurumlar vergisi oranları uygulanır⁴⁵. Vergilendirilebilir gelirden, önceki yıllara ait net işletme zararı düşülür.

Kâr payları yılın son üç aylık döneminde açıklanır ve takip eden yılın Şubat ayından önce ödenir. Kâr payı, açıklanan yılın kâr payı olarak pay sahiplerine bildirilir (IRC §857 (b) (8)).

3.2. Türk Hukukunda

3.2.1. Yatırımlar ve Portföy Yönetimine İlişkin Esaslar

3.2.1.1. GYO'ların Faaliyet Kapsamı

GYO'lar genel olarak aşağıda sıralanacak olan çerçevede faaliyet gösterirler (GYOT m.23):

- Ortaklık portföyünü oluşturmak ve bu portföyde gerekli değişiklikleri yapmak, ortaklık portföyünü çeşitlendirerek yatırım riskini en aza indirecek şekilde dağıtmak, gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı işlemlere menkul kıymetler hakkındaki gelişmeleri sürekli olarak izleyerek ortaklık portföyünün yönetimine ilişkin gerekli tedbirleri almak, portföyün değerini korumaya ve artırmaya yönelik araştırmalar yapmak ve yaptırmak,

⁴⁵ Aynı, s.113.

- Portföyde bulunan veya portföye alınması planlanan varlıklar hakkında ilgili Tebliğ uyarınca gerekli hukuki şartların varolup olmadığına ilişkin araştırma yapmak, bu hususta gerekli raporların hazırlanmasını sağlamak,
- Portföydeki varlıkların değerinin tespitine ilişkin raporların hazırlanmasını sağlamak,
- Portföy dışarıdan danışmanlık hizmeti alınarak yönetiliyorsa ilgili kuruluşların çalışmalarını izlemek,
- İlgili Tebliğ ile kendilerine yüklenilen diğer görevleri ve yürütülmesine izin verilen diğer faaliyetleri gerçekleştirmek.

3.2.1.2. GYO'ların Yapamayacakları Faaliyetler

GYO'ların yapamayacakları işler GYO Tebliğinin 24'üncü maddesinde sıralanmıştır. Buna göre GYO'lar;

- Mevduat toplayamazlar ve mevduat toplama anlamına gelecek iş ve işlemlerde bulunamazlar,
- Söz konusu Tebliğde izin verilen işlemler dışında ticari, sınai veya zirai faaliyetlerde bulunamazlar,
- Söz konusu Tebliğde izin verilen yatırım alanları ile sınırlı olmak üzere kendi adlarına portföy işletmeciliği faaliyeti dışında kalacak biçimde sermaye piyasası faaliyetinde bulunamazlar,
- Hiçbir şekilde gayrimenkullerin inşaat işlerini kendileri üstlenemez, bu amaçla personel ve ekipman edinemezler,
- Portföylerinde bulunan gayrimenkulleri, kiracılara bu varlıklarla doğrudan veya dolaylı olarak bağlantılı hizmetler sunacaklar ise kendileri işletemez ve bu amaçla personel edinemezler,
- Kendi personelleri vasıtasıyla portföye konu olan ya da olacak projeler hariç olmak üzere başka kişi ve kuruluşlara proje geliştirme, proje kontrol, mali fizibilite, yasal izinlerin takibi ve benzeri hizmetler veremezler.

3.2.1.3. Yatırım Faaliyetleri

GYO'lar yatırıma dönük olarak aşağıdaki faaliyetlerde bulunabilirler (GYOT m.25):

- Gayrimenkul sertifikalarını, konut kredileri karşılığında ihraç edilen VDMK'ları ve bunlara benzer nitelikte oldukları Kurulca kabul edilen menkul kıymetleri alabilirler ve satabilirler,
- Bunların yanısıra diğer sermaye piyasası araçlarını da alabilirler ve satabilirler, ters repo işlemi yapabilirler,
- Alım satım karı ya da kira geliri elde etmek amacıyla ofis, konut, iş merkezi, alışveriş merkezi, hastane, otel, ticari depo ve parklar ve benzeri gayrimenkulleri satın alabilirler ve satabilirler. Otel, hastane ve faaliyete geçirilebilmesi için bunlara benzer türden asgari donanım ihtiyacı gösteren taşınmazların kiraya verilmesinden önceki tefrişini (döşeme) sağlayabilirler,
- Mülkiyetlerini edinerek alım satım karı gerçekleştirmek ya da kat irtifakı tesisi suretiyle proje geliştirmek amacıyla arsa ve arazi alabilirler,
- Kamu veya özel tüzel kişilikleri ya da gerçek kişiler tarafından, ortaklık adına, üzerlerinde proje geliştirilmesi amacıyla bağımsız ve daimi bir hak niteliğinde üst hakkı tesis edilen taşınmazları, mülkiyetine sahip olduktan sonra kazanç amacıyla satabilirler,
- Mevzuata uygun olarak izinleri tamamlanmış, projesi, hazır ve onaylanmış, inşaata başlanması için yasal gerekliliği olan tüm belgelerinin tam ve doğru olarak mevcut bulunduğu bağımsız ekspertiz şirketleri tarafından onaylanmış gayrimenkule dayalı projelere, projenin her aşamasında gayrimenkul geliştirme karı veya kira geliri elde etmek amacıyla mülkiyetlerini edinmek veya üst hakkı kurmak suretiyle yatırım yapabilirler,
- Gayrimenkuller üzerinde intifa hakkı kurabilir ve bu hakkı kullanabilirler, devre mülk irtifakı kurabilirler, maliki buldukları arsalar üzerinde ticari kâr elde etmek amacıyla üst hakkı yükümlüsü olabilirler,

- Özel düzenlemeler saklı kalmak kaydıyla Yap-İşlet-Devret modeliyle geliştirilecek projeleri, yukarıda anılan şartların sağlanması koşuluyla kendileri veya başkaları lehine üst hakkı kurdurmak suretiyle gerçekleştirebilirler,
- Kurulca uygun görülecek teminata bağlanmış olmak kaydıyla, ilerde oluşacak kira gelirlerinden pay almak amacıyla mülkiyetini edinme amacı taşımaksızın veya kat irtifakı kurulmaksızın yukarıda şartları taşıyan gayrimenkule dayalı projelere sözleşme hükümleri çerçevesinde yatırım yapabilirler,
- Yukarıdaki 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,
- Mülkiyetlerini edinmek kaydıyla yurtdışındaki gayrimenkulleri alıp satabilirler, gayrimenkule dayalı olmak kaydıyla yabancı menkul kıymetlere yatırım yapabilirler,
- Özel sözleşme hükümleri elverdiği takdirde, kira geliri elde etmek amacıyla üçüncü kişilerden gayrimenkul kiralayabilirler ve bunları tekrar kiraya verebilirler,
- Döviz dayalı işlemlerinin doğurduğu kur ve borçlarından kaynaklanan faiz oranı risklerinden korunmak amacıyla swap ve forward işlemleri yapabilirler, opsiyon yazabilirler, mala dayalı olanların dışındaki vadeli işlem sözleşmelerini alabilirler.

3.2.1.3.1. Yatırımlara İlişkin Yasaklar

GYO'ların yatırımları ile ilgili olarak aşağıdaki yasaklar bulunmaktadır (GYOT m.26):

GYO'lar,

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

- Borsada veya borsa dışı teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmeyen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapamazlar. Sermaye piyasası araçlarının alım satımı da ancak borsa kanalıyla yapılabilir,
- Mala dayalı vadeli işlem sözleşmelerine veya mala yatırım yapamazlar,
- Menkul kıymetleri açığa satamazlar, ödünç menkul kıymet işlemi yapamazlar,
- Türev araçları kullanarak korunma amacını aşan işlemler yapamazlar,
- Kanunen ödemekle yükümlü oldukları vergi, harç ve benzeri giderler hariç olmak üzere varlıkların portföye alımı sırasında varlık değerinin %3'ünü aşan komisyon ücreti ve benzeri giderlerde bulunamazlar,
- Herhangi bir şekilde, devredilebilmesi konusunda bir sınırlamaya tabi olan varlıklara yatırım yapamazlar.

3.2.1.4. Portföy Sınırlamaları

Halktan toplanan paralarla oluşan şirket portföyünün kötüye kullanılmasını önlemek amacıyla GYO'ların yatırım yapabileceği alanlara ilişkin GYO Tebliği ile bazı sınırlamalar getirilmiştir (GYOT m.27). Buna göre GYO'lar;

- Gayrimenkul sertifikaları, konut kredileri karşılığında ihraç edilen VDMK'lar (Varlığa dayalı menkul kıymet) ve benzer nitelikteki menkul kıymetlere en çok portföy değerlerinin %20'si oranında yatırım yapabilirler,
- Bunların dışında kalan sermaye piyasası araçları ile ters repo işlemlerine ise en çok portföy değerinin %10'unu ayrabilirler,
- Hisse senetleri ile (A) tipi yatırım fonu katılma belgelerine yapılacak yatırım tutarı portföy değerinin %5'inden fazla olamaz,
- Yabancı gayrimenkulleri ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yapabilecekleri yatırım da, portföy değerinin %10'u ile sınırlandırılmıştır,
- Portföyde bulunmakla birlikte alımından itibaren bir yıl geçmesine rağmen üzerlerinde proje geliştirilmesine yönelik herhangi bir tasarrufta bulunulmayan arsa ve arazilerin oranı portföy değerinin %10'unu aşamaz.

3.2.1.4.1. Portföye Alınabilecek Mutlak Haklar

Ortaklığın edineceği gayrimenkullere ilişkin aynı haklar Medeni Kanun hükümlerine göre tesis edilir (GYOT m.28). Medeni Kanun 779'uncu ve devamı maddelerine göre irtifak hakları sahiplerine başkasına ait bir şey üzerinde sadece kullanma veya yararlanma yahut hem kullanma hem de yararlanma yetkilerini veren aynı haklardır. İrtifak haklarının sahiplerine tanımakta olduğu bu yetkiler mülkiyet hakkının sahibine tanıdığı yetkiler gibi sınırsız değil, sınırlı niteliktedir. İrtifak hakkının sahibi, hakkın konusu olan eşyayı bir malik gibi dilediği şekilde kullanamaz veya bir malik gibi ondan dilediği şekilde yararlanamaz. Hak sahibi ancak o eşyayı hakkın içeriğine uygun biçimde kullanabilir veya ondan yararlanabilir. İrtifak hakları kendi aralarında aynı irtifaklar, şahsi irtifaklar ve karışık irtifaklar olmak üzere başlıca üç türe ayrılırlar. Aynı irtifak haklarına bir gayrimenkul lehine kurulmuş olan geçit hakkı (MK m.838); kişisel irtifak haklarına intifa hakkı (MK m.794) ile oturma hakkı (MK m.823), karışık irtifak haklarına da üst hakkı (MK m.826) örnek olarak gösterilebilir⁴⁶.

GYO'larda irtifak haklarından sadece intifa hakkı, oturma hakkı ve üst hakkı tapuda ayrı bir sayfaya ortaklık lehine daimi ve bağımsız bir hak olarak kaydolanması şartıyla tesis ettirilebilir (GYOT m.28).

İntifa hakkı, menkuller, gayrimenkuller, haklar ve malvarlığı üzerinde kurulabilen ve sahibine hakkın konusu olan şeyi kullanma ve ondan yararlanma yetkilerini veren bir irtifak hakkıdır (MK m.794). Oturma hakkı, sahibine bir binada veya onun bir kısmında oturma yetkisi veren bir irtifak hakkıdır (MK m.823). Üst hakkı ise, malikin üçüncü kişi lehine arsasının üstünde veya altında inşaat yapma veya mevcut inşaatı koruma yetkisi verdiği bir irtifak hakkıdır (MK m.826).

İntifa ve oturma hakları başkalarına devredilemeyen ve miras yoluyla da geçmeyen şahsi irtifak haklarıdır. Bu iki irtifak hakkının hak sahibinin şahsiyetinden ayrılması mümkün değildir. Üst hakkı ise, hak sahibinin şahsiyetinden ayrılabilen ve

⁴⁶ Turgut Akıntürk, *Temel Hukuk*, (Eskişehir: T.C. Anadolu Üniv. Yay. No:17, AÖF Yay. No:6, 2000), s.225.

hukuki muamelelerle başkalarına devredilebildiği gibi mirasçılara da geçen irtifak haklarındandır⁴⁷.

GYO'larda üst hakkının devredilebilmesine ilişkin olarak bu hakkı doğuran sözleşmede herhangi bir sınırlama getirilemez (GYOT m.28).

Ortaklık lehine sözleşmeden doğan şufa (önalım), vefa (gerialım), iştirak (alım) haklarının, gayrimenkul satış vaadi sözleşmelerinin, rehinli alacakların serbest dereceye ilerleme haklarının ve ortaklığın kiracı konumunda bulunduğu kira sözleşmelerinin tapu siciline kaydettirilmesi zorunludur (GYOT m.29).

3.2.1.4.2. Portföy Yönetimine İlişkin Diğer Esaslar

3.2.1.4.2.1. Portföyün Çeşitlendirilmesi

Genel amaçlı GYO'ların portföyünün en az üç farklı gayrimenkul ve/veya gayrimenkul projesinden oluşması zorunludur. Sermaye piyasası araçları bu sınırlamanın dışındadır. Portföye alınacak gayrimenkul veya gayrimenkul projelerinin herbirinin portföydeki ağırlığı %10'dan daha aşağı olamaz. Ancak asgari gayrimenkul veya gayrimenkul projesi sayısının üzerindeki çeşitlendirmelerde bu oran aranmaz (GYOT m.30/I). Sadece belirli alanlarda faaliyet göstermek ya da belirli projelere yatırım yapmak üzere kurulan GYO'ların ise portföylerinin en az %75'inin unvanlarında ve/veya esas sözleşmelerinde belirtilen varlıklardan oluşması zorunludur (GYOT m.30/II).

GYO'ların portföylerini uzun vadeli yönetmeleri esas olup bu yönde sınırlamalar konulmuştur. Yatırım yapılmasından itibaren bir yıl geçmeden portföyden satışı yapılan varlıkların toplam değeri, varlığın satışına ilişkin yönetim kurulu kararının alındığı tarihte, ortaklığın son bir yıl içinde yatırım yaptığı varlıkların portföy değerinin %25'ini aşamaz. Bu hesaplama sermaye piyasası araçları dahil edilmez ancak satış vaadi sözleşmeleri satışlar gibi dikkate alınır (GYOT m.30/III).

⁴⁷ Aynı, s.227.

3.2.1.4.2.2. Portföy Sınırlarının Aşımı

Portföydeki varlıkların satılması, sermaye artırımını, değer artışları ya da buna benzer nedenlerle yukarıda belirtilen portföy sınırlamalarının aşılması halinde fazla miktardaki nakit mevcudunun Tebliğe göre değerlendirilmesi ve sınırların içine dönülmesi zorunludur (GYOT m.31).

3.2.1.4.2.3. Sigorta Zorunluluğu

GYO'ların portföyünde yer alan arsa, arazi, haklar, inşaatına başlanmamış projeler ve sermaye piyasası araçları hariç olmak üzere tüm varlıklar rayiç değerleri üzerinden hasar sigortalarıyla güvence altına alınmak zorundadırlar. Ayrıca portföydeki varlıkların değer kaybı ve projelerin tamamlanamamasına ilişkin sigorta yaptırılabilmesi mümkündür (GYOT m.33).

3.2.1.4.2.4. Teminat Verebilme

Kat karşılığı yapılan projelerde, projenin gerçekleştirileceği arazilerin sahipleri tarafından ortaklığa bedelsiz ya da düşük bedel karşılığı ortaklık lehine üst hakkı kurulması durumunda, projenin teminatı olarak arazi sahibi lehine ipotek ya da sınırlı aynı haklar tesisi ve yapılacak yatırımlar için kredi sağlanması amacıyla portföydeki varlıkların rehnedilmesi mümkündür. Ancak portföydeki varlıklar üzerinde bu amaçlar dışında üçüncü kişiler lehine tasarrufla bulunulması mümkün değildir (GYOT m.34).

3.2.1.4.2.5. Borçlanma Sınırı

GYO'lar, kısa süreli fon ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla veya portföyleri ile ilgili maliyetlerini karşılamak amacıyla özsermaye tutarlarının iki katına kadar kredi alabilirler. Kredilerin üst sınırının hesaplanmasında ortaklığın finansal kiralama işlemlerinden doğan borçları (leasing borçları) ve gayri nakdi kredileri de dikkate alınır (GYOT m.35/I).

Ortaklıklar, portföydeki gayrimenkullerin satış veya satış vaadi sözleşmeleri ile satışından kaynaklanan senede bağlanmış alacaklarına dayalı olarak SPK düzenlemeleri çerçevesinde varlığa dayalı menkul kıymet(VDMK) ihracını da gerçekleştirebilirler (GYOT m.35/III).

3.2.1.4.2.6. Portföy Değeri Tablosu

GYO'lar aylık dönemler itibariyle portföylerindeki varlıklara ve bunların maliyet bedelleri ile en son tarihli ekspertiz raporunda belirtilen rayiç değerlerine ilişkin olarak GYO Tebliği'nde örneği verilen tabloyu düzenlemek ve ay sonunu takip eden 6 işgünü içinde Kurul'a ve ortaklık hisse senetlerinin işlem gördüğü Borsa'ya göndermek zorundadırlar (GYOT m.42). Ortaklıklara her ay portföy değeri tablosu düzenleme zorunluluğu getirilerek yatırımcıların bilgilendirilmesi amaçlanmıştır.

3.2.1.4.2.7. İnşaat Hizmetleri ve Adi Ortaklık Oluşturulması

Ortaklığa ait projelerin inşaatlarının, karşılıklı hak ve yükümlülükleri içeren bir sözleşme dahilinde müteahhitlerce yürütülmesi zorunludur (GYOT m.36/I). Sözleşmenin kapsamı taraflar arasında serbestçe belirlenir ancak aşgari olarak müteahhidin borçlarını, ödeme koşullarını, ayba karşı tekeffülün şartlarını, sözleşmeden rücuun şartlarını, iş sahibinin tazminat isteme hakkını ve sözleşmenin sona ermesinin şartlarını kapsaması zorunludur (GYOT m.36/II). Müteahhitin seçimi ve sözleşme koşulları yönetim kurulu tarafından onaylanmalıdır (GYOT m.36/III).

Ortaklıklar, münhasıran bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla başkalarıyla adi ortaklık kurabilirler ve ortaklığın bu amaçla adi ortaklığa katılımı iştirak kapsamında değerlendirilmez (GYOT m.37).

3.2.2. Portföydeki Varlıkların Değerlendirilmesi

GYO'ların portföyündeki gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları ve gayrimenkuller dışında kalan sermaye piyasası araçlarının değerlendirilmesinde, menkul

kıymet yatırım ortaklıklarında uygulanan kurallar geçerlidir. Burada temel prensip sermaye piyasası araçlarının piyasa fiyatları yani borsa rayiçleri ile değerlendirilmesidir⁴⁸. Borsa ve teşkilatlanmış piyasalarda işlem gören hisse senetleri bilanço gününden otuz işgünü önceki ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması ile değerlendirilir. Borsada işlem gören borçlanma senetleri bilanço günündeki ağırlıklı ortalama fiyatından değerlendirilir. Borsada işlem görmeyen borçlanma senetleri ise iç iskonto oranından değerlendirilir. Portföye alınmış ters repoların da borsada vadesine eşit gün kalmış repoların borsa fiyatı ile değerlendirilmesi gerekir. Portföydeki gayrimenkuller ise ekspertiz değerleri ile değerlendirilir. Ekspertiz değeri VUK'nun 266'ncı maddesi uyarınca vergisel anlamda o kıymetin rayiç değeridir⁴⁹.

GYO Tebliğinin 38. maddesi uyarınca GYO'lar;

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

işlemlerinde işleme konu olan varlıkların ve hakların değerlerini ve rayiç kira bedellerini ekspertiz şirketlerine tespit ettirmekle yükümlüdürler.

⁴⁸ Tuncel, "Gayrimenkul....", a.g.e., s.54.

⁴⁹ Tuncel, Gayrimenkul...., a.g.e., 62.

Ekspertiz konusu varlıkların ve hakların rayiç değerlerinin tespiti her yıl sonu itibariyle yapılır. Bununla birlikte, ortaklık gerek duyduğunda da portföyün rayiç değerini tespit ettirerek net aktif değerini kamuya açıklayabilir (GYOT m.41/I)

Ekspertizi yapacak şirketin Kurul tarafından ilan edilen listede yer alması ve bağımsız olması şarttır. Yurt dışında gayrimenkul alım-satım işlemlerinde listede yer alma şartı aranmaz (GYOT m.39). Ekspertiz şirketlerince hazırlanacak raporlarda, değerlendirme döviz cinsinden ifade edilse de ilgili varlığın Türk lirası cinsinden değerinin yer alması zorunludur (GYOT m.40).

3.2.3. Kâr Payının Dağıtımına İlişkin Esaslar

GYO'ların kâr dağıtımında Ser.P.K.'nın 15. maddesi ve SPK Tebliğlerine uyulur. Halka açık anonim ortaklıkların kâr dağıtımı, "Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Olan Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri:IV, No:27)" ile, borsada işlem gören ve borsada işlem görmeyen ortaklıklar şeklinde düzenlemiştir.

Hisse senetleri borsada işlem görmeyen ortaklıkların esas sözleşmelerinde birinci temettü oranının gösterilmesi ve dağıtılması zorunludur. Ortaklıkların birinci temettü tutarı, hesap dönemi kârından kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir kârın %20'sinden az olamaz. Hisse senetleri borsada işlem görmeyen anonim ortaklıkların birinci temettüyü nakden dağıtmaları esastır. Temettü, hesap dönemi sonu itibariyle mevcut payların tümüne, bunların ihraç ve iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın dağıtılır (Ser.P.K. m.15).

Kâr dağıtma zorunluluğu hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıklar için kaldırılmıştır. GYO'lar da bu gruba giren ortaklıklardır. Hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıkların esas sözleşmelerinde birinci temettü oranının gösterilmesi zorunludur. Ortaklıkların birinci temettü tutarı, hesap dönemi kârından kanunlara göre

ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir kârın %20'sinden az olamaz.

Yatırım ortaklıklarının dağıtılabilir kâr tutarının hesaplanmasında gerçekleşmiş sermaye kazançları (değer artışları) dikkate alınmaz.

Hisse senetleri borsada işlem gören anonim ortaklıklar, genel kurullarının alacağı karara bağlı olarak temettüyü; tamamen nakden dağıtmak, tamamen hisse senedi biçiminde dağıtmak, belli oranda nakit belli oranda hisse senedi olarak dağıtarak kalanını ortaklık bünyesinde bırakmak, nakit ya da hisse senedi olarak dağıtmadan ortaklık bünyesinde bırakmak konusunda serbesttir. Ancak SPK, bu ortaklıklara genel kurul gündemleri ilan edilinceye kadar, bir önceki dönemin kârından ayrılacak birinci temettüyü nakden dağıtma zorunluluğu getirebilir.

Birinci temettünün ilgili hesap dönemini izleyen beşinci ayın sonuna kadar pay sahiplerine ödenmesi ve konu hakkında SPK'ya bilgi verilmesi gerekmektedir.

Yönetim kurulu üyeleri, memur, müstahdem ve işçilere, katılma, kurucu ve adi intifa senedi sahiplerine, çeşitli amaçlarla kurulmuş olan vakıflara ve bu gibi kişi ve/veya kurumlara kârdan pay dağıtılabilmesi için esas sözleşmede hüküm bulunması şarttır.

4. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ YÖNETİMİ VE YÖNETİM İLE İLGİLİ KİŞİ VE KURULUŞLAR

4.1. Yönetim Biçimleri

4.1.1. ABD Hukukunda

GYO'ların başarısı etkili bir şekilde yönetilmelerine bağlıdır. Etkili yönetim ise güvenilir kişiler veya yöneticilerin etkinliğine bağlıdır.

GYO'ların günlük faaliyetlerini yerine getirebilmeleri için güvenilir kişiler veya yöneticiler müdürlerden yararlanırlar. Bazı GYO'lar örgüt yapılarında müdürlere yer verirken bazıları dışarıdan yatırım danışmanları kullanırlar. Müdürlerin istihdam

edildiği GYO'lara içten yönetilen GYO'lar; yatırım danışmanlarının kullanıldığı GYO'lara dıştan yönetilen GYO'lar denilmektedir. Danışman kullanan GYO'larda personel sayısı oldukça azdır ve danışmanlara devredilmeyen bütün işletme kararları güvenilir kişiler veya yöneticiler tarafından alınır⁵⁰. Müdürler veya danışmanlar gayrimenkul alım-satımı, kiralanması, ipotek işlemleri, gayrimenkullerin yönetimi ve günlük işlemler olarak geçen diğer bütün faaliyetleri gerçekleştirmekle yükümlüdürler.

4.1.1.1. İçten Yönetim

İçten yönetilen bir GYO, yönetim kuruluna veya güvenilir kişiler kuruluna sahip olacaktır. GYO anonim ortaklık olarak kurulmuşsa yönetim kurulu, trust olarak kurulmuşsa güvenilir kişiler, şirketin işlerini ve ilişkilerini yönetir. Yönetim kurulu ya da güvenilir kişiler kurulu, pay sahiplerine özgü olan haklar dışında geniş hak ve yetkilere sahiptirler.

4.1.1.1.1. Yönetim Kurulu

Yönetim kurulu, pay sahipleri tarafından çoğunluk ile seçilir. Yönetim kurulu üyelerinin görev süresi en çok beş yıldır. Genel kurul tarafından halefleri seçilinceye kadar hizmet verirler. Güvenilir kişiler de pay sahipleri tarafından çoğunluk ile her üç yılda bir seçilirler. Yönetim kurulu toplantıları için gerekli düzenlemeler (duyuru şartları, duyuru süresi vb. gibi) ana sözleşmede yapılabilir. Kurul toplantılarıyla ilgili tutanaklar saklanır. Tutanaklarda kurul tarafından alınan ve reddedilen bütün kararlar, konuşmalar, tartışmalar, sorular, itirazlar vardır. Toplantı yetersayısı mevcut yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğu, karar yetersayısı toplantıda hazır üyelerin çoğunluğudur. Sözleşme ile aksi kararlaştırılmamışsa toplantı yapılmadan, üyelerin hepsinin imzaladığı yazılı oybirliğiyle hareket edilebilir⁵¹.

⁵⁰ Kelley, a.g.e., s.15.

⁵¹ The Public REIT Legal Sourcebook (USA: NAREIT yayımı), s.12.

Yönetim kurulu (YK) üyeleri GYO'nun işlerinin idaresinden ve şirketin yönetiminden sorumludurlar fakat işlerin aktif olarak yönetimi müdür ve diğer yöneticilere aittir. YK'nun çoğunluğu bağımsız olmalıdır. YK aşağıdaki faaliyetlerden sorumludur⁵²:

- Faaliyetleri denetlemek, kanun ve yönetmeliklerle uyumunu sağlamak,
- İşletme stratejilerini, amaçlarını ve politikalarını oluşturmak, onaylamak,
- Ortaklığın görevleri, stratejileri, politikaları, kararları ve işlemleri ile ilgili tartışmak ve danışmanlık yönetimi yapmak,
- Çalışanları işe almak ve gerektiğinde teşvik etmek,
- Dürüst, iyiniyetli ve düzenli olarak bilginin açıklanmasını sağlamak,
- Yönetim usullerini, yatırım faaliyetlerini ve GYO'nun performansını izlemek.

GYO yönetim kurulunun ilk adımı, kurulun bağımsızlığının sağlanması ve bunun sürekli hale getirilmesidir. YK ve yönetim arasında işbirliği sağlanmalıdır. YK üyeleri, işletmenin durumu, faaliyetleri ve içinde bulunduğu çevre hakkında sürekli bilgi sahibi olmalıdırlar. Üyeler YK toplantılarına katılmalı, komite toplantılarını kararlaştırmalı, denetçilerin bulgularını ve tavsiyelerini gözden geçirmelidirler. Genel endüstri trendlerini ve işletmeleri ile ilgili gelişmeleri takip etmelidirler. GYO YK üyeleri şirketin günlük faaliyetlerinde kaliteli bir yönetim sağlamalı, en iyi yöneticileri çalıştırmalı, şirket yönetimini denetlemelidirler.

4.1.1.1.2. Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri

NewYork Borsası (NYSE), American Borsası (AMEX), NASDAQ Ulusal Piyasa Sistemi (NASDAQ/NMS) ve diğer menkul kıymet borsaları, kendilerine kote olmuş şirketlerin yönetim kurullarında en az iki bağımsız yönetim kurulu üyesinin bulunmasını zorunlu kılmaktadırlar. Kuzey Amerika Menkul Kıymet Yöneticileri Birliği (NASAA-North American Securities Administrators Association) uygulama ilkeleri, yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun bağımsız olmasını gerektirmektedir.

⁵² Paul d. Lapedes, Michael A. Torres, "Reit Governance For Directors And Trustees", Real Estate Investment Trusts, Structure, Analysis and Strategy, Ed. Richard T. Garrigan, John F.C. Parsons, (USA: McGraw-Hill, 1997), s.230.

Ayrıca Ulusal Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Birliği'nin (NAREİT) kuralları, kendilerine üye şirketlerin yönetim kurullarında bağımsız üyelerin çoğunlukta olmasını zorunlu kılmaktadır. NASAA uygulama ilkeleri bağımsız yönetim kurulu üyeleri için çeşitli borsalardan daha yüksek standartlar belirlemiştir. Borsaya kote olmuş şirketler genellikle NASAA uygulama ilkelerinden muafırlar.

Borsalar ve NASAA uygulama ilkeleri, bağımsız yönetim kurulu üyesini tanımlamıştır. NASAA uygulama ilkelerine göre bağımsız yönetim kurulu üyesi, son iki yıldır doğrudan ya da dolaylı olarak GYO'nun sponsoru veya danışmanı ile birlikte çalışmamış veya çalışmayan kişilerdir (NASAA Policy Section I (B) (14)). NASAA, bir kişinin bağımsız yönetim kurulu üyesi niteliğini ortadan kaldıracak halleri de saymıştır. Bunlar⁵³;

- Sponsor veya danışman kuruluşta ya da bunlara bağlı kuruluşlarda pay sahibi olması
- Sponsor, danışman ya da bunlara bağlı kuruluşlarda çalışıyor olması
- Sponsor, danışman ya da bunlara bağlı kuruluşlarda yönetici ya da yönetim kurulu üyesi olması
- GYO'da yönetim kurulu üyeliğinden başka bir görev alması
- Sponsor ya da danışman tarafından hizmet verilen üç GYO'dan daha fazlasında yönetim kurulu üyesi olması
- Sponsor, danışman ya da bunların bağlı kuruluşları ile iş ilişkisi veya mesleki ilişkide bulunmuş olmasıdır (NASAA Policy Section I (B) (14) (a)).

NASAA, sponsor, danışman ve bağlı kuruluşlardan gelir elde eden bağımsız yönetim kurulu üyelerinin bu gelirinin belirli bir düzeyde olup olmadığını belirlemeyi önerir. Eğer bu gelir, kişinin yıllık brüt gelirinin yüzde beşini aşıyorsa maddi anlamda paraya dayalı bir ilişkinin mevcut olduğu sonucuna varılır. Bu durumda kişinin GYO'daki yönetim kurulu üyeliği sona erer.

NASAA ile birlikte Kurumsal Yatırımcı Konseyi (Council of Institutional Investor) de bağımsız yönetim kurulu üyeliğini tanımlamış ve kriterlerini belirlemiştir.

⁵³ Aynı, s.238.

NASAA ya benzer olarak birtakım ilişkilerin varlığı halinde bağımsızlığın ortadan kalkacağı sonucuna varılmıştır. Konsey'e göre yönetim kurulu üyesinin⁵⁴;

- GYO ya da bağlı kuruluşta yönetici olarak çalışması
- Danışmanlara ya da müşavirlere ödeme yapan şirket veya bağlı kuruluşlarından birinin sahibi ya da çalışanı olması
- Önemli bir müşteri ya da tedarikçi firmada çalışıyor olması
- Şirket veya bağlı kuruluşlarından biri ile kişisel hizmet sözleşmesi olması
- Şirket veya onun bağlı kuruluşlarının birisinden önemli bağışlar alan üniversite ya da vakıfta çalışıyor olması
- Şirket veya onun bağlı kuruluşlarından birinde çalışan bir yönetici ile akrabalık ilişkisi olması
- Yönetim kurulları aynı üyelerden oluşan, bu nedenle birlikte çalışan şirketlerin bazılarında müdür veya yönetim kurulu üyesi olması

hallerinde bağımsızlık sona erer.

GYO yönetim kurulu üyeleri pay sahipleri tarafından seçilmelerine rağmen, bağımsız yönetim kurulu üyeleri genellikle müdürler tarafından seçilir. NASAA uygulama ilkelerine göre, bağımsız yönetim kurulu üyeleri görevleri sona eren üyelerin yerine aday gösterebilirler. Bağımsız yönetim kurulu üyeleri seçilirken adayların tecrübesine, kabiliyetlerine, geçmiş iş yaşantılarına ve üyeliğe zaman ayırıp ayırmayacaklarına bakılır. Bağımsız üyeler, tespiti kolay olmasa da, iyi bir ahlâka, dürüstlüğe, iyi bir iş yaşamına da sahip olmalıdırlar. Borsalar yönetim kurulu üyeleri için tecrübe şartı istememiştir. NASAA ise, GYO tarafından sahip olunan ve alınacak varlıkların yönetimini başarılı bir şekilde gerçekleştirebilmek için en az üç yıllık bilgi ve tecrübeye sahip olunması şartını getirmiştir. Uygun tecrübe şartının içine sadece gayrimenkulle ilgili tecrübeler değil finansal, beşeri tecrübeler ve teknolojik araçlara ilişkin tecrübeler de girer. Ayrıca bağımsız yönetim kurulu üyelerinden en az birinin gayrimenkul konusunda üç yıllık tecrübesi olmalıdır⁵⁵. Bağımsız yönetim kurulu üyeleri, zamanlarının önemli bir bölümünü kurul görevlerini yerine getirmeye tahsis

⁵⁴ Aynı, s.240.

⁵⁵ Aynı, s.240.

edebilmeli ve bunu istemelidirler. Kurul toplantıları yılda 4 veya 12 kez yapılabilmesine rağmen komite toplantılarında ve özel toplantılarda hazır bulunma, GYO'nun gayrimenkullerini ziyaret etme ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinden talep edilen benzer görevler, onların kurul görevlerine daha fazla zaman tahsis etmesine sebep olur. Etkin olabilmesi için bir yönetim kurulu üyesi kurul görevlerini ifa ederken yıllık olarak minimum 8 veya 12 gününü harcamalıdır.

4.1.1.1.3. Komiteler

Yönetim kurulu, sözleşme ile yetkilendirilmişse komiteler oluşturabilir ve aşağıdakiler hariç diğer yetkilerini komitelere devredebilir⁵⁶:

- Kâr payı veya hisse senedi dağıtımlarının ilan edilmesi
- Hisse senedi ihraç edilmesi
- Pay sahiplerinin onayının gerektiği herhangi bir durumda pay sahiplerine tavsiyelerde bulunulması
- Ortaklık sözleşmesinde düzeltme yapılması
- Pay sahiplerinin onayının gerekmediği pay değişimi ya da birleşmenin onaylanması.

Güvenilir kişiler tarafından yönetilen GYO'larda da komiteler oluşturulup yetkiler devredilebilir. Güvenilir kişilerin yetkilerinin komitelere devrinde yukarıdaki gibi sınırlandırmalar yoktur, yönetim kuruluna göre daha fazla yetki devredilebilir. Komiteler sadece yönetim kurulu/güvenilir kişiler tarafından kurulur. Bir komite en az iki yönetici tarafından oluşturulur. GYO'larda en yaygın komiteler; yönetim komitesi, denetim komitesi, aday gösterme komitesi ve ücret komitesidir.

Yönetim komitesi; yönetim kurulu toplantıları arasındaki zamanda, kurulun bütün yetkilerini kullanmak için yetkilendirilmiştir. GYO'nun yatırımlarının devralınması, finansmanı, düzeni, elden çıkarılmasını onaylar, belli sözleşmeler ve anlaşmaların uygulanmasını sağlar. Yönetim kuruluna yakın yetkileri vardır. Ancak

⁵⁶ The Public REIT Legal Sourcebook (USA: NAREIT yayını), s.14.

GYO ana sözleşmesi ve kanuna göre bütün yöneticilerin kararının gerektiği durumlar bundan hariçtir. Yönetim komitesi, genellikle bir başkan, bir yönetim kurulu üyesinden veya bir güvenilir kişi ve bir ya da iki bağımsız yönetim kurulu üyesinden oluşur⁵⁷.

NewYork Borsası (NYSE), kendisine kote olmuş şirketlerde bir denetim komitesinin kurulmasını zorunlu kılmıştır. Denetim komitesi sadece bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşur, GYO çalışanları denetim komitesinde görevlendirilemezler. Denetim komitesi, bağımsız denetim firmalarını yönetim kuruluna tavsiye eder, GYO'ların finansal tablolarını inceler, iç denetçilerin ve bağımsız mali müşavirlerin yaptığı finansal denetimleri ve denetimlerin yeterliliğini gözden geçirir, denetim ücretlerini inceler⁵⁸.

Ücret komitesi, GYO'ların genel ücret stratejisini gözden geçirir, maaşları belirler, GYO'ların anahtar konumundaki yöneticilerinin ve bu yöneticilere bağlı personelin maaşlarını belirler, anahtar personelin sözleşmelerini onaylar⁵⁹.

Aday gösterme komitesi, yönetim kurulu üyeliği seçimi için yönetim kuruluna adayları önerir ve bu önerileri gözden geçirir. Bu komitenin çoğunluğunun bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşması önerilmektedir ve hepsinin bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşması giderek yaygınlaşmaktadır.

4.1.1.2. Yöneticilerin Hakları ve Borçları

GYO'ları yönetmek ve temsil etmek yöneticiler için hem bir hak hem de bir yükümlülüktür. Yönetim kurulu toplantılarına katılmak, oy vermek, toplantıda görüş açıklamak, temsil yetkisini haiz memurları seçmek, ortaklığın genel politikasına yön vermek, önemli sözleşmeleri ortaklık adına akdetmek, bilanço ve kâr-zarar hesaplarını düzenlemek, pay sahiplerine ortaklık kazancından temettü dağıtılmasına karar vermek

⁵⁷ The Public REIT Legal Sourcebook (USA: NAREIT yayını), s.15.

⁵⁸ Aynı, s.15.

⁵⁹ Fass, a.g.e., s.1-34.

vb. yönetim görevinin sonucudur. Yönetim kurulu üyeleri kural olarak, gördükleri görev için ortaklıktan herhangi bir ücret alamaz veya çıkar sağlayamazlar. Bununla birlikte ortaklık sözleşmesinde aksi kararlaştırılabilir.

Yöneticiler görevlerini yerine getirirken, kişisel olarak GYO'ya sadakatla bağlı olmalı ve pay sahiplerinin çıkarlarını kendi çıkarlarından üstün tutmalıdırlar. Temel kural, yöneticilerin mevkilerini kişisel çıkar, kâr, kazanç ya da diğer menfaatler için kullanmamalarıdır. Yöneticiler, GYO'nun taraf olduğu bir sözleşmede doğrudan ya da dolaylı olarak kişisel bir menfaatleri olduğunda, konu görüşülünceye kadar diğer yöneticilere menfaatin ne olduğunu açıklamak ve o konu üzerinde konuşmaktan, oylamaya katılmaktan sakınmak zorundadırlar. Yöneticiler, GYO ile ilgili bütün konularda, bu konu halka açıklanıncaya kadar ya da konunun halk tarafından bilinmesi gereken genel bir bilgi olduğu anlaşılıncaya kadar sır tutmalıdırlar. Yöneticiler, iyi niyetli hareket etmeli, makul ölçüde özen ve dikkat göstermeli, geniş bir hoşgörüyü sahip olmalıdırlar. Görevlerini ifa ederken sahip oldukları bilgiyi kullanmalıdırlar.

4.1.1.3. Dıştan Yönetim

1990'lı yıllara kadar GYO'lar, yatırım fonlarının yapısına benzer olarak, dıştan yatırım danışmanı tarafından yönetilmiştir. Yönetim kurulu veya güvenilir kişiler yatırım danışmanının faaliyetlerini denetler ve yatırım danışmanı tarafından önerilen potansiyel yatırımların onaylanması ve onaylanmaması gibi GYO faaliyetlerini ilgilendiren kararları alırlar. Danışmanlar genellikle GYO'nun günlük idari işlerini yaparlar, yatırım faaliyetlerini yönetirler ve günlük GYO faaliyetlerini sık sık kontrol ederler. Danışmanlar sigorta şirketi, ticari banka, ipotek bankeri gibi finansal kurumlardır. Birçok danışmanlık şirketinin sahibi finansal holdingler ya da bireysel işletmelerdir. Danışmanlık şirketi genellikle GYO'ların sponsoru olan şirket ya da onun yan kuruluşudur⁶⁰.

GYO danışmanının sunduğu hizmetler çeşitlidir fakat rutin olarak şunları yapar:

⁶⁰ Greer ve Farrell, a.g.e., s.439.

- Gayrimenkullerin satın alınması, satılması ya da gayrimenkullere kıymet takdir edilmesi hakkında yönetim kuruluna veya güvenilir kişilere danışmanlık yapmak, tavsiyelerde bulunmak
- Alım ve satımlarda, ipotekle teminat altına alınan kredilerin tahsil edilememesi halinde ve diğer taleplerin yerine getirilmesinde GYO için temsilci olarak hareket etmek
- Ofis yerini ve personelini sağlamak
- Gayrimenkulleri yönetmek

Danışmanlar, yatırım danışmanlığı hizmetini yerine getirirken yatırım bankaları, sigortacılar, avukatlar, gayrimenkul aracıları, muhasebeciler veya ipotek şirketleri gibi dışarıdan profesyonellerle çalışırlar.

Danışmanlar, aynı zamanda ortaklığın sahip olduğu kiralık gayrimenkullerin işletilmesi için gayrimenkul yöneticilerini de seçerler. Gayrimenkul satın alma ve satma işlemlerini yapar ve borçlanma işlemlerini denetlerler. Aynı zamanda GYO müşterileri adına borçlanma hizmetleri de verirler. Ofis işleriyle ilgili faaliyetleri yerine getirir ve GYO pay sahipleri için üç aylık ve yıllık finansal raporlar hazırlarlar.

GYO danışmanlık anlaşmasında ücrete ilişkin belli bir model yoktur. NASAA tüzüğü, danışmanlık ücretlerinin, bağımsız yönetim kurulu üyeleri veya güvenilir kişiler tarafından, yıllık olarak yapılan işin kalitesine ve doğasına uygun olarak belirlenmesi gerektiğini belirtir. Bu belirlemeyi yaparken yönetim kurulu üyeleri veya güvenilir kişiler şunları gözönüne almalıdır⁶¹:

- GYO portföyünün kârlılığı, oluşumu ve büyüklüğüne oranla danışmanlık ücretlerinin miktarı,
- GYO yatırım amaçlarını karşılayan toplam fırsatların değerlendirilmesinde danışmanın başarısı,
- Yatırımcılara ve diğer GYO'lara danışman tarafından benzer hizmetlerin verilmesi halinde talep edilen ücret oranları,

⁶¹ Aynı, s.440.

- Tahakkuk ettirilen diğer giderler (borç yönetim ücretleri, underwriting ya da broker komisyonları, bakım , onarım, mühendislik, teftiş ve diğer ücretler). Bunlar GYO ya da GYO'nun iş yaptığı diğer işletmeler tarafından ödenir,
- Danışman tarafından yapılan danışmanlık ve bakım hizmetlerinin kapsamı ve niteliği,
- Gelir ve sermayenin korunması ya da değerlendirilmesi, problemlı yatırımların sıklığı ve sıkıntılı durumlarla uğraşmada yeterlilik, GYO yatırım portföyünün kalitesi.

Bazı danışmanlık şirketlerine hizmete göre ücret ilkesine göre ödeme yapılır, böylece ücret yerine getirilen hizmetlerin çeşitliliğine bağlı olur. Danışmanlık ücreti, net gelirin yüzdesine göre de belirlenebilir.

4.1.2. Türk Hukukunda

4.1.2.1. Yönetim Kurulu

Anonim ortaklık olarak kurulan GYO'ları yönetim kurulu ve müdürler yönetir. GYO'larda görev alacak yönetim kurulu üyeleri ile denetçilerin, kurucuların sahip olması gereken nitelikleri haiz olmaları, ayrıca gayrimenkul geliştirme, inşaat mühendisliği, mimarlık, ekonomi, işletme, hukuk, finans veya benzeri alanlarda eğitim veren dört yıllık yüksek öğrenim kurumlarından mezun olmuş olmaları ve ortaklığın faaliyet konusunu yakından ilgilendiren hukuk, inşaat ve finans gibi alanlarda en az üç yıllık tecrübeye sahip bulunmaları gerekir. Yalnızca gayrimenkul alım satım işi ile uğraşmak bu alanda edinilmiş tecrübe sayılmaz. Yönetim kurulu üyeleri en fazla bir yıl için seçilebilirler, bununla birlikte yeniden seçilmelerine bir engel yoktur(GYOT m.17).

TTK'nın ilgili maddesi uyarınca seçilen ve görev yapan yönetim kurulu üyeleri hakkında GYO'lar için özel hükümler de bulunmaktadır. Buna göre, üyelerin çoğunluğunun Türkiye Cumhuriyeti vatandaşı olması ve en az 1/3 ünün (GYOT m.18);

- Lider girişimciden,

- Lider girişimcinin %10'dan fazla paya veya bu oranda oy hakkına sahip olduğu şirketlerden,
- Ortaklıkta %10 ya da daha çok pay sahibi veya bu oranda oy hakkı olan diğer ortaklardan,
- Ortaklıkta yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazını içeren pay sahibi ortaklardan,
- Danışmanlık hizmeti alınan şirketten,
- İşletmeci şirketlerden
- Üçüncü ve dördüncü bentlerde yazılı kişilerin %10 dan fazla paya veya bu oranda oy hakkına sahip olduğu şirketlerden

bağımsız olması ve taraflar arasında son iki yıl içinde istihdam, sermaye veya ticari anlamda doğrudan veya dolaylı bir ilişki kurulmamış olması ve eş dahil üçüncü dereceye kadar kan ve sıhrî hısımlık bulunmaması anlamındaki bu bağımsızlık durumunun esas sözleşmede belirtilmiş olması zorunludur.

Bağımsızlığın bulunmaması durumunda bu hususun yönetim kuruluna bildirilmesi zorunludur. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin bulunmasındaki amaç yönetimde etkinliği ve bağımsızlığı sağlamaktır. İş, sermaye, akrabalık ve iştirak bağlarından bağımsız olarak kararların alınmasına yardımcı olmaktır. Yönetim kurulu üyeleri ayrıca, şirketle muamele yapma yasağından ve rekabet yasağından bağışık tutulmak üzere genel kuruldan izin isteminde bulunamazlar. Bu hususunda esas sözleşmede yer alması zorunludur (GYOT m.20).

Ortaklığın genel müdürü de öğrenim ve tecrübe açısından yönetim kurulu üyelerinin sahip olmaları gereken nitelikleri haiz bulunmalıdır (GYOT m.19). Tek fark genel müdürler için beş yıllık tecrübeye sahip olma şartının aranmasıdır.

4.1.2.2. Yönetim Kurulunun Görev ve Yetkileri

Yönetim kurulunun görev ve yetkileri kanundan ve ortaklık sözleşmesinden doğar. Kanunun öngördüğü görevler şöyle sıralanabilir⁶²:

⁶² Çamoğlu, Poroy ve Tekinalp, a.g.e., s.283.

- Yönetim görevi ve yetkisi,
- Temsil görevi ve yetkisi,
- Ortaklık defterlerinin tutulması,
- Genel kurul toplantılarıyla ilgili görevler,
- Genel kurul kararlarının yönetilmesi,
- Ortaklığın hesapları ile ilgili görevler,
- Malvarlığının azalması halinde görevleri,
- Sermayenin artırılması veya azaltılmasında görevleri,
- Ortaklığın sona ermesi ve tasfiyesinde görevleri,
- Tescil ve ilan görevi.

Ser.P.K.'ya göre GYO'lar kayıtlı sermaye ile kurulduklarından, tavan ve taban arasında sermaye değişikliklerine karar verme yetkisi de yönetim kuruluna aittir. Aksine bir düzenleme olmadığı sürece genel müdürün atanması yetkisi de yönetim kuruluna aittir.

Yönetim kurulunda kararlar çoğunlukla alınır. Özellik arz eden kararlar ise oybirliğiyle alınır. GYO ile lider girişimci, ortaklıkta sermayenin %10 veya üzerinde paya ya da bu oranda oy hakkına sahip ortaklar, ortaklıkta yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazını içeren pay sahibi ortaklar, yukarıda sayılanların %10'dan fazla paya veya bu oranda oy hakkına sahip oldukları diğer şirketler, ortaklığa danışmanlık hizmeti veren şirket arasında aşağıda sayılan hususlarda yönetim kurulu kararları oybirliği ile alınmadığı takdirde bu karar gerekçeli olarak SPK'ya ve Borsa'ya bildirilir, ilk genel kurul toplantısında da ortakların bilgisine sunulur (GYOT m.21).

Özellik arzededen kararlar;

- Ortaklık portföyünden varlık alınması, satılması, kiralanması ya da kiraya verilmesine ilişkin kararlar,
- Ortaklığın portföyündeki varlıkların pazarlanması işini üstlenecek şirketlerin belirlenmesine ilişkin kararlar,
- Kredi ilişkisi kurulmasına ilişkin kararlar,

- Ortaklığın hisse senetlerinin halka arzında, satın alma taahhüdünde bulunan aracı kuruluşun belirlenmesine ilişkin kararlar,
- Ortak yatırım yapılmasına ilişkin kararlar,
- Ortaklığa mali, hukuki veya teknik danışmanlık hizmeti verecek gerçek veya tüzel kişilerin belirlenmesine ilişkin kararlar,
- Ortaklığa proje geliştirme, kontrol veya müteahhitlik hizmeti verecek gerçek veya tüzel kişilerin belirlenmesine ilişkin kararlar,
- Yukarıda sayılan tüzel kişilerin ihraç ettiği menkul kıymetlerin ortaklık portföyüne alınmasına ilişkin kararlar,
- Bunlar dışında kalmakla birlikte, yukarıda sayılan taraflardan herhangi birisinin lehine sonuç doğurucu nitelikteki kararlar.

Kısaca özellik arz eden kararlar oybirliği ile alınmadığı takdirde derhal SPK ve Borsaya bildirilir. Böylece tüm üyeler tarafından onaylanmayan kararlar halka açık olan GYO'nun diğer ortaklarına duyurulur. Amaç ortaklığın tüm pay sahipleri lehine en objektif şekilde yönetilmesinin sağlanmasıdır⁶³.

4.1.2.3. Yöneticilerin Hakları ve Borçları

GYO'lar anonim ortaklık şeklinde kurulmak ve faaliyet göstermek zorunda olduklarından (Ser.P.K. m.31,32) TTK'nın anonim ortaklıklara ilişkin düzenlemelerine uymak zorundadırlar. Yöneticilerin hakları ve borçları konusunda da TTK'daki düzenlemelere göre hareket edilir.

Yöneticilerin hakları; kişisel nitelikteki hakları ve mali nitelikteki hakları olarak iki grupta incelenebilir. Kişisel nitelikteki haklar yönetim görevinin ve müteselsil sorumluluğun zorunlu sonucudur. Yönetim kurulu toplantılarına katılmak, kurulun olağanüstü toplantıya çağrılmasını başkandan talep etmek, toplantılarda görüşlerini açıklamak, öneriler yapmak, yönetim kurulu toplantılarında ortaklık temsilcileri veya

⁶³ 40 Soruda Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (İstanbul: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği (GYODER) yayını), s.3.

yöneticilerinden (müdür, murahhas, temsilci üyeler) genel olarak işlerin gidişi veya belirli bazı işler hakkında bilgi istemek kişisel nitelikteki haklar arasındadır. Mali nitelikteki haklar ise, ücret, her toplantı için verilen huzur hakkı, ortaklık kazancından pay verme ve ikramiye gibi haklardır⁶⁴.

Yöneticiler, yönetim hakkının kullanılmasına ilişkin bütün faaliyetlere katılmakla yükümlüdürler. Yönetim faaliyetlerini yerine getirirken ortaklıkla işlem yapma yasağına, rekabet yasağına, kendilerini ve yakınlarını ilgilendiren konuların görüşülmesine katılma yasağına uymak zorundadırlar. Özenli bir anonim ortaklık yöneticisi gibi hareket ederek sır saklama yükümüne uymalıdırlar.

4.2. Yönetim İle İlgili Kişi ve Kuruluşlar

4.2.1. ABD Hukukunda

4.2.1.1. Yatırımcılar (Pay Sahipleri/Katılma Belgesi Sahipleri)

ABD hukukunda menkul kıymetlerle ilgili kanunlar, yönetmelik ve kurallar, menkul kıymet alıcılarını "yatırımcı" (investor) veya "müşteri" (customer) şeklinde ifade etmektedir. ABD hukukunda bir menkul kıymet yatırımından sözedilebilmesi için⁶⁵,

- Bir para yatırımı bulunmalıdır,
- Yatırımda, yatırımcının, müteşebbislerin veya üçüncü şahısların teşebbüs ile ilgili idari çalışma ve gayretleri sonucu meydana gelebilecek bir menfaat beklentisi bulunmalıdır,
- Bu yatırım, bir müşterek teşebbüse (common enterprise) yapılmalıdır.

Buna göre ABD hukukunda yatırımcı, bu tür bir yatırımla işlemde taraf olan menkul kıymet müşterileridir. Bu sıfatından dolayı da anlaşmazlıklarda, haklarının tespitinde ve hukuken korunmalarında menkul kıymet kanunlarına tabidirler.

⁶⁴ Çamoğlu, Poroy ve Tekinalp, a.g.e., s.303.

⁶⁵ Ünal, Aracı..., a.g.e., s.17.

GYO anonim ortaklık ise, yatırımcı, hisse senedi alan pay sahipleri, trust ise katılma belgesi alan tasarruf sahipleridir. Her iki tür GYO'da da yatırımcılar küçük tasarruf sahipleridir ve hisse senedi sahibi veya katılma belgesi sahibi olarak bilinirler.

4.2.1.2. Yatırımcıların Hakları, Borçları ve Korunması

4.2.1.2.1. Yatırımcıların Hakları ve Borçları

GYO pay sahipleri diğer ortaklıklardaki pay sahipleriyle aynı haklara sahiptirler. Hem anonim ortaklık şeklinde yapılmış GYO'larda hem trust şeklinde yapılmış GYO'larda pay sahipleri yöneticileri ve güvenilir kişileri seçerler, onlar da diğer çalışanları seçerler. Pay sahipleri aynı zamanda, yatırım politikasında değişmeler⁶⁶ gibi temel kararlarda ve ana sözleşmede, trust sözleşmesinde önerilen değişiklikler konusunda oy hakkına, genel kurul toplantılarına katılma hakkına ve GYO'ların muhasebe kayıtlarını denetleme hakkına sahiptirler.

Pay sahipleri, yöneticileri seçmek ve yetkileri içindeki diğer işleri gerçekleştirmek üzere en az yılda bir kez toplanırlar. Ana sözleşmenin, trust sözleşmesinin yenilenmesi ya da düzeltilmesi, birleşme, varlıkların tümünün devri, pay alım-satımı, sona erme, sermayenin azaltılması gibi konulara ilişkin kararlar öncelikle pay sahiplerinin onayı ile alınır⁶⁷. GYO'lar net vergilendirilebilir gelirlerinin %90'nını hisse sahiplerine kâr payı olarak dağıtmak zorundadırlar. Dolayısıyla kâr payı da pay sahiplerinin haklarından. Pay sahiplerinin bir diğer sorumluluğu da ortaklığa olan borçlarını ve yükümlülüklerini yerine getirmektir.

4.2.1.2.2. Yatırımcıların Korunması

ABD hukukunda SEC tarafından uygulanan ve sermaye piyasasının açık ve dürüst çalışmasını, kamunun aydınlatılmasını ve böylece yatırımcının korunmasını sağlamaya yönelik kanunlar şunlardır:

⁶⁶ Greer ve Farrell, a.g.e., s.438.

⁶⁷ The Public REIT Legal Sourcebook (USA: NAREIT yayını), s.10.

- 1933 Tarihli Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act of 1933)
- 1934 Tarihli Menkul Kıymetler Borsa Kanunu (Securities Act of 1934)
- 1935 Tarihli Kamu Hizmetleri Holding Kanunu (Public Utility Holding Company Act of 1935)
- 1939 Tarihli Güvenilir Kişi Sözleşmesi Kanunu (Trust Indenture Act of 1939)
- 1940 Tarihli Yatırım Ortaklıkları Kanunu (Investment Company Act of 1940)
- 1940 Tarihli Yatırım Danışmanlığı Kanunu (Investment Advisers Act of 1940)
- 1970 Tarihli Menkul Değerlere Yatırım Yapanların Korunmasına İlişkin Kanun (Securities Investors Protection Act of 1970).

SEC, menkul değer ve onu ihraç eden şirketle ilgili finansal ve diğer gerekli bilgiler açıklandıktan sonra, menkul değerlerin ihracını ya da halka satışını engelleyemez. SEC kayda aldığı ve dolayısıyla sermaye piyasasında el değiştiren menkul kıymetlere ilişkin yeterli ve doğru bilgilerin kamuoyuna sunulmasını sağlamaktadır. Böylece, SEC, yatırımcının ilgilendiği menkul kıymetler hakkında yeterli ve doğru bilgiyi zamanında edinmesini sağlayarak yatırımcıyı korumaktadır⁶⁸.

GYO'lar, kural olarak Yatırım Ortaklıkları Kanunu hükümlerine ve bu çerçevede SEC düzenlemelerine tabi bulunmaktadır. Ancak SEC, sözkonusu şirketlerin yatırım faaliyetlerinin gözetimini yapmamakta ve bu şirketlerce yapılan yatırımların güvenilirliğini yatırımcılara garanti etmemektedir. Yatırım Ortaklıkları Kanunu yatırımcıların bilgilendirilmesini teminen, bu şirketlerin finansal durumları ve yatırım politikaları ile ilgili bilgilerin kamuoyuna açıklanması ve şirket faaliyet raporlarının en az 6 ayda bir yatırımcılara gönderilmesini zorunlu kılmaktadır. GYO'lar ayrıca SEC'e periyodik bilgi vermek zorundadırlar. SEC'in vekaleten oy kullanılması ve vekalet toplanması, içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili düzenlemelerine de tabi bulunmaktadır⁶⁹.

⁶⁸ Küçüksözen, a.g.e., s.23.

⁶⁹ Aynı, s. 41.

4.2.2. Türk Hukukunda

4.2.2.1. Yatırımcılar (Pay Sahipleri)

Yatırım; gelecekte bir menfaat beklentisi ile sermaye piyasası araçlarına para yatırılmasını ve bu suretle menkul kıymet iktisabını ifade eder. Yatırımcılar ise; sermaye piyasalarının taraflarından birisi olan müşterilerdir ve piyasada alıcı veya satıcı durumundadırlar. Gerçek kişi yatırımcılar, bireysel tasarruflarını sermaye piyasası araçlarına yatıran bireylerdir. Tüzel kişiler ise, özel sektör kuruluşları ile devlet ve kamu kuruluşlarıdır. Özel ve kamu tüzel kişisi yatırımcılar, ellerinde bulunan fonların değerlendirilmesi için sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan kuruluşlardır.

GYO'ların hisse senetlerini satın alanlar bireysel yatırımcılar, belediyeler, ve şirketlerdir. Yabancı tüzel kişiler de GYO'larda pay sahibi olabilmektedirler.

Türk pozitif hukukunda ve doktrininde "yatırımcı" veya "müşteri" kavramları tanımlanmamıştır. Oysa yatırımcıların korunması ile ilgili mevcut kanun hükümleri ve getirilebilecek kanuni tedbirler açısından, yatırımcı kavramı ile ilgili standart ve sabit kriterlerin kanunen tespitinde fayda vardır⁷⁰.

4.2.2.2. Yatırımcıların Hakları, Borçları ve Korunması

4.2.2.2.1. Yatırımcıların Hakları ve Borçları

Yatırımcılar, aynı zamanda GYO'da pay sahibi olduklarından pay sahipliği haklarını kullanırlar. Konularına göre pay sahipliği hakları, malvarlıksal haklar, katılma hakları, aydınlatıcı haklar ve koruyucu haklar şeklinde dört gruba ayrılır⁷¹. Malvarlıksal haklar para ile ölçülebilen bir değere sahip olan haklardır. Malvarlıksal haklar şunlardır: kar payı, tasfiye payı, bedelsiz payları edinme, yeni payları edinmede öncelik (rüçhan), tesislerden yararlanma, hazırlık dönemi faizi. Katılma hakları, anonim ortaklıktaki pay sahipleri demokrasisinin gereğidir. Bu haklar şunlardır: Genel kurula katılma, konuşma,

⁷⁰ Ünal, Aracı..., a.g.e., s.22.

⁷¹ Tekinalp, Poroy ve Çamoğlu, a.g.e., s.458.

öneride bulunma, oy hakkı. Aydınlatıcı haklar, pay sahibinin anonim ortaklığın faaliyeti, işlemleri, ekonomik ve mali durumu ve geleceği hakkında bilgi almasına, yönetime katılma haklarını bilinçli kullanmasına ve gereğinde tedbir almasına yardım eden haklardır. Bu haklar temelini kamuyu aydınlatma ilkesinde bulur. Bu haklar şunlardır: Bilgi alma hakkı, inceleme ve denetleme hakkı. Koruyucu haklar, pay sahibine tanınan hakların ve ona sağlanan menfaatlerin korunmasını sağlar. Bu haklar şunlardır: Bireysel haklar, özellikle genel kurul kararlarının iptali veya butlan veya yokluğunun tesbiti davası, vazgeçilmez haklar, müstesna haklar, azınlık hakları.

Anonim ortaklıklarda ve bir anonim ortaklık olan GYO'larda pay sahiplerinin tek borçları vardır, bu da taahhüt edilen sermaye paylarının ifasıdır. Bu hem nakdi hem de ayni sermaye taahhüdü için geçerlidir. Pay sahiplerine-nitelik ve türü ne olursa olsun-dolaysız ve dolaylı bir tarzda başka borç yükletilemez (TTK m.405 f.1).

4.2.2.2. Yatırımcıların Korunması

GYO'lar SPK'nın izni ile ve Kurul'un gözetim ve denetiminde faaliyet gösterir, faaliyet sonuçları hakkında kamuyu bilgilendirirler. Böylece ortakların ve diğer yatırımcıların korunması amaçlanmaktadır.

Ser.P.K., Kanun kapsamındaki ortaklıklar için hisse senedi ve tahviller ile Kanunla düzenlenen diğer sermaye piyasası araçlarının ihraç ve halka arzına ilişkin özel hükümler getirmekte olup, Sermaye Piyasası Kanununda hüküm bulunmayan hallerde anonim ortaklıklar için TTK hükümleri uygulanmaktadır. Dolayısıyla anonim ortaklıkların ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarını satın alan yatırımcılar, sermaye piyasası mevzuatında hüküm bulunmayan hallerde TTK'daki kendilerini korumaya ilişkin hükümlerden yararlanacaklardır. TTK, GYO pay sahiplerine, genel kurula katılma (TTK m.360,385); genel kurul kararlarının iptali için dava açma (TTK m.381), yetkilerini kötüye kullanan yöneticiler için sorumluluk davası açma (TTK m.336) ve ortaklık faaliyetleri hakkında bilgi alma (TTK m.362,363) hakları ile kar payı (TTK m.455), rüçhan, yeni pay alma (TTK m.394), hazırlık devresi faizi alma (TTK m.471) ve tasfiyeden pay alma (TTK m.447) haklarını tanımak suretiyle, pay sahiplerinin

haklarını korumayı amaçlamaktadır. Ayrıca TTK'ya göre, ortaklık sermayesinin %10'una sahip yatırımcıların azınlık hakları olarak bilinen, kurucular ve yönetim kurulu üyelerinin ibrasını onaylamama (TTK m.310), yönetim kurulu üyeleri ile denetçiler aleyhine dava açma (TTK m.341,359), bilançoya ilişkin görüşmelerin ertelenmesini talep etme (TTK m.377), özel denetçi atanmasını isteme (TTK m.348), yöneticileri denetçilere şikayet etme (TTK m.356) ve genel kurulu toplantıya çağırma veya genel kurul gündemine madde eklenmesini talep etme (TTK m.366) hakları da bulunmaktadır. Dolayısıyla, hisse senedi sahibi yatırımcıların TTK hükümlerinde yer alan bu hakları kullanarak kendi hak ve yararlarını korumaları mümkündür⁷².

4.2.2.3. Danışman Şirket

Ortaklıklar, kendi portföylerini kendileri yönetebilecekleri gibi, bu ve benzeri konularda uzmanlaşmış danışmanlık şirketlerinden de yararlanabilirler. Danışman şirketler, ortaklık ile yaptığı bir sözleşme çerçevesinde, ortaklığa proje geliştirme ve kontrol hizmetleri de dahil olmak üzere ortaklık portföyünün geliştirilmesi ve alternatif yatırım imkanlarının araştırılmasına yönelik hizmetleri sunabilen şirketlerdir (GYOT m.4/e). Alınacak danışmanlık hizmeti, ortaklık portföyünün menkul kıymetlerden oluşan bölümünün yönetimine ilişkin bulunduğu takdirde bu hizmetin portföy yönetimi yetki belgesine sahip bir kuruluştan alınması şarttır. Bu hizmet karşılığında, akdedilecek sözleşme gereği, ilgili kuruluşa GYO tarafından komisyon ödenmesi esastır⁷³.

4.2.2.4. Ekspertiz Şirketi

Ortaklıkla yaptığı bir sözleşme çerçevesinde, ortaklık portföyünde yer alan gayrimenkullerin, gayrimenkul projelerinin ve gayrimenkule dayalı hakların rayiç değerlerini ve kira rayiçlerini tespit etmek konusunda hizmet veren şirketler ekspertiz şirketleridir (GYOT m.4/f).

⁷² Küçüksözen, a.g.e., s.80.

⁷³ Tanör, a.g.e., s.234.

4.2.2.5. İşletmeci Şirket

Ortaklık ile yaptığı bir sözleşme çerçevesinde, ortaklığın mülkiyetinde bulunan veya kiralamış olduğu otel, hastane, alışveriş merkezi, iş merkezi, ticari parklar, ticari depolar, konut siteleri, süper marketler ve bunlara benzer nitelikteki gayrimenkulleri ticari maksatla işleten şirketlerdir (GYOT m.4/d).

Ortaklık portföyünde kira geliri elde etme amacına yönelik gayrimenkullerin bulunması durumunda bunların kiraya verilmesi, temizlik, güvenlik ve benzeri hizmetlerinin yerine getirilmesi için bir işletmeci şirketle sözleşme yapılabilir. İşletmeci şirketle danışmanlık hizmeti vermesi söz konusu olan şirket aynı kişide birleşemez. Ayrıca, ortaklıkta yönetim kontrolünü sağlayacak oranda sermaye payına, oy hakkına veya aday gösterme imtiyazına sahip olan gerçek veya tüzel kişiler danışman şirket olmadıkları gibi işletmeci şirket olarak da hizmet veremezler (GYOT m.32).

4.2.2.6. Müteahhit

Ortaklık ile yaptığı bir sözleşme çerçevesinde, ortaklığın portföyünde yer alan gayrimenkul projelerinin inşaat işlerini gerçekleştirmeyi taahhüt eden gerçek veya tüzel kişilerdir (GYOT m.4/c). Ortaklığa ait projelerin inşaatlarının müteahhitler tarafından yapılması zorunludur (GYOT m.36).

5. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ DENETİMİ

5.1. ABD Hukukunda

GYO'lar belirli şartları taşıdığı sürece kurumlar vergisinden muaf olan ve genellikle anonim şirket olarak yapılan bir ortaklık türüdür. GYO'larda pay sahipleri güvenilir kişi veya yöneticileri seçerler. Güvenilir kişiler veya yöneticiler de müdür ya da yatırım danışmanlarını atarlar. Müdürler ya da danışmanlar ortaklığın günlük işlemlerini idare ederler. Yöneticiler ise onların işlemlerini denetlerler.

5.1.1. İç Denetim

İç denetim, denetim organı tarafından yapılan denetimdir. Oysa Amerikan hukukunda anonim ortaklıklarda bir denetleme organı yoktur. Ortaklık defter ve hesaplarını inceleme yetkisi pay sahibine tanınmıştır. Bununla birlikte anonim ortaklık olarak kurulan GYO'larda denetleme görevini yönetim kurulu yerine getirmektedir. Denetleme, yönetim kurulunun görevlerinden en geniş ve her somut işin özelliklerine göre kapsamının çeşitlendiği, tanımlanması en güç olanıdır. Yönetim kurulunun denetleme görevi üç ana başlıkta incelenebilir:

- Denetimle ilgili yazılı politikaların oluşturulması
- Denetimle ilgili politikalara uyulup uyulmadığının izlenmesi
- Bağımsız denetimin sağlanması

Yönetim kurulu, çalışanlarının kolaylıkla anlayabileceği, açık bir dille ifade edilen ve bütün faaliyetleri kapsayan yazılı politikalar oluşturmalıdır. Bu politikalar, kanun ve yasal düzenlemelerdeki, ekonomiye ve faaliyete ilişkin koşullardaki değişmelere uyum sağlamalı, bunun için sürekli izlenmelidir.

Faaliyetler yerine getirilirken, denetimle ilgili yönetim kurulu politikalarına uyulup uyulmadığının izlenmesi amacıyla gerekli olan bilgiyi, yönetim kuruluna sağlayan bir mekanizma kurulmalıdır. Bunların en önemlisi kurula sunulan yönetim raporlarıdır. Yönetim raporları, mevcut bilgiyi objektif ve anlamlı olarak kurula sunmak için dikkatlice düzenlenmelidir. Detaylar ve raporun sıklığı her faaliyetin özelliklerine göre değişecektir.

Yönetim kurulu, bağımsız denetçilerin bulunması ve çalışma koşullarının belirlenmesi konusunda doğrudan sorumludur. Şirket danışmanları ve personeli, kurul tarafından denetlenmelidir. Kurul denetçileri bulguları yeniden gözden geçirmeli ve tanımlanan problemlerin çözülmesi için yönetimin gösterdiği çabaları izlemelidir. Kurul, aynı zamanda, yönetim tarafından sağlanan bilgilerin doğruluğunu, kanun ve yasal düzenlemeler ile kurul politikaları arasındaki uyumu denetlemek ve bağımsız

denetimi gözden geçirmek için ilave yöntemler geliştirmelidir. GYO'ların varlıklarına periyodik olarak kıymet takdir edilmelidir.

5.1.2. Dış Denetim

GYO'ların kuruluşu sırasında yapılan dış denetim konusunda federal bir kanun olmadığından eyalet kanunlarının hükümlerine dayanılır. GYO'ların işleyişi sırasında yapılan dış denetim konusunda ise 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu ile 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsa Kanununun hükümleri geçerlidir.

Anonim ortaklık olarak kurulan GYO'larda kurucular tarafından önce bir anasözleşme hazırlanır. Anasözleşmede, ortaklığın ticaret unvanı, merkezi, amaç ve işletme konusu, çıkarılabilecek payların azami tutarı ve bunların itibari değerleri, kurucular ile ilk yönetim kurulu üyelerinin kimlikleri ve adresleri gösterilmelidir. Kurucular hazırladıkları anasözleşmeyi noter önünde imzalarlar, noterde bu durumu onaylar. Anasözleşme bundan sonra ilgili bakanlığa verilir. İlgili Bakanlık anasözleşmenin kendisine verildiği tarih ve saati belgenin üzerine yazar ve ortaklık bu anda tüzel kişilik kazanmış olur. Anasözleşme bu bakanlıkca saklanır. Bakanlık kendisine verilen anasözleşmenin kanun hükümlerine uygun olup olmadığını araştırır ve kanuna uygun olduğuna karar verirse ortaklığın tüzel kişilik kazandığını gösteren bir belge verir. Bundan sonra ortaklık menkul kıymet çıkararak halka arz edebilir⁷⁴.

1933 Menkul Kıymetler Kanununa göre pay senedi ve tahvil ihraç ederek bunu halka arz etmek isteyen her GYO, önce SEC'e başvurarak belirli konuları ve kendisini kayda aldırmalıdır. Komisyon kayda alınma talebini reddetme ve yapılmış kayda alınmayı terkin etme yetkisine sahip olduğundan GYO'lar üzerinde etkili bir denetleme yapabilir. 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsa Kanununa göre ise menkul kıymetler halka arz edilip satışı tamamlandıktan sonra GYO'lar, belli bazı bilgileri devamlı olarak SEC'e ve borsalara vermek zorundadırlar.

⁷⁴ Sabih Arkan, *Halka Açık Anonim Ortaklıkların Özellikleri ve Dış Denetimleri* (Ankara: Banka ve Tic. Hukuku Araştırma Enstitüsü, Türkiye İş Bankası Tesisi, Hukuk Fakültesi, Cebeci, 1976), s.88.

Menkul kıymetlerini ulusal borsalarda ve borsa dışı piyasalarda satmak üzere kote ettirmek isteyen GYO'ların SEC ile birlikte ilgili borsa veya borsa dışı piyasaya da başvuru formu ile başvurması gerekmektedir. Başvuru formunun biçim ve içeriği SEC kuralları ile belirlenmektedir⁷⁵. Başvuru formunda yer alan bilgiler özet olarak şunlardır: Çıkarılmış olan menkul kıymetlerin türleri, sahiplerine sağladıkları haklar, yönetim kurulu üyeleri ile pay defterine göre payların %10'nundan fazlasına sahip olan kişilerin kimlikleri, yönetim kurulu üyelerine ödenen ücret ve tanınan haklar. Ayrıca ortaklığın bilançosu, kar ve zarar hesabı ile anasözleşmesi de, yukarıdaki bilgilerle birlikte SEC ve borsa makamlarına verilmelidir.

Menkul kıymetleri kayda alınan GYO'lar, kayda alınmadan sonra SEC ve ilgili borsaya devamlı bilgi verme yükümlülüğü altındadırlar. GYO'lar, istenen bilgileri yıllık ve diğer periyodik (üçer aylık) ve bağımsız dış denetim şirketlerince denetlenmiş mali tablo ve raporlarda toplayarak SEC ve ilgili borsaya gönderirler. Ayrıca GYO'lar, SEC tarafından yatırımcıların korunması için gerekli ve yararlı görülen belirli bilgileri de SEC ve ilgili borsalara göndermek durumundadırlar . SEC ve ilgili borsalara ve borsa dışı piyasalara periyodik bilgilendirme nedeniyle gönderilen bilgiler belirli sınırlamalar hariç, kamuya açık olup, ilgili yatırımcılar tarafından SEC'in merkez ve bürolarında veya ilgili borsalarda okunabilmekte, maliyeti karşılanmak suretiyle bu bilgilerin bir fotokopisi alınabilmekte veya SEC ile anlaşmalı servislerden bir fotokopisi sağlanabilmektedir.

GYO'ların hesaplarının kontrolü bağımsız dış denetim şirketleri tarafından yapılır. Bağımsız dış denetim şirketleri, defter ve hesaplarını denetledikleri şirketlerin bilançolarına imza atarlar. Hesaplarda veya defterlerde herhangi bir usulsüzlük veya yolsuzluk bulurlarsa imza atmaktan kaçınırlar. Küçük tasarruf sahipleri de bu gibi bir denetleyici müessesenin bilançosunu imzaladığı bir şirketten güvenle pay senedi veya tahvil alabilirler⁷⁶.

⁷⁵ Küçüksözen, a.g.e., s.31.

⁷⁶ İmregün, a.g.e., s.103.

SEC, GYO'ların Menkul Kıymetler Borsa Kanunu hükümlerine aykırı davranışlarda bulunup bulunmadığını ortaya çıkarabilmek için araştırmalar yapmaya ve bu amaçla ortaklığa müfettiş göndermeye yetkilidir (SEA m.21 (a,b)). SEC kendisine gönderilen bilgileri inceledikten sonra, böyle bir araştırmaya ve ortaklığa müfettiş gönderilmesine karar verebileceği gibi, halktan gelen şikayetler üzerine de bu yetkisini kullanabilir. Yapılacak denetim sonucunda bir suç işlendiği ortaya çıkarılırsa SEC, ceza davası açamaz, gereğinin yapılabilmesi için durumu savcılığa bildirmekle yetinir. Buna karşılık eğer kanun hükümlerine aykırı davranış devam ediyorsa veya tekrar edilmesi tehlikesi söz konusu ise, SEC, men davası açmaya yetkilidir (SEA m.21 (e)). SEC yetkilerini ağır biçimde kötüye kullanan yatırım ortaklığı yöneticilerinin görevden uzaklaştırılması amacıyla mahkemeye başvurmaya da yetkilidir (Investment Company Act m.35 , 41 (a-b)). SEC, yatırımcıların korunması amacıyla Menkul Kıymetler Borsa Kanunu hükümlerine aykırı davranışlarda bulunan ortaklıklara ait menkul kıymetlerin, aynı Kanununun 12. maddesinin (b) bendine göre yapılmış olan kayda alınma işlemini iptal (terkin) etmeye yetkilidir (SEA m.19 (a)(2)). Bu yetkinin kullanılması halinde, kanun hükümlerine aykırı davranışlarda bulunan ortaklığa ait menkul kıymetler, borsa kotundan çıkartılmış olur⁷⁷.

SEC'e verilmesi gereken yıllık raporun vaktinde gönderilmemesi, ortaklığa tanınan yetkilerin kötüye kullanılması, aşılması, hiç kullanılmaması veya mahkemenin verdiği bir emrin yerine getirilmemesi gibi hallerde, başsavcılık makamı, ortaklığın feshi için mahkemeye başvurabilir. Mahkemenin bu başvuru sonucunda vereceği fesih kararı, ilgili bakanlığa (Secretary of State) gönderilir ve ortaklığın bu makamdaki kaydına işlenir. SEC'e ortaklığın feshi için mahkemeye başvurma yetkisi tanınmamıştır.

5.2. Türk Hukukunda

GYO'lar anonim ortaklık şeklinde kurulup faaliyet gösterdiklerinden, bir taraftan TTK'nın denetim sistemine, diğer taraftan Sermaye Piyasası Mevzuatının denetim sistemine tabidirler.

⁷⁷ Arkan, a.g.e., s.111-114.

5.2.1. Ticaret Kanunu'nun Öngördüğü Denetim

TTK sistemi bakımından denetim iç ve dış denetim olmak üzere iki türdür.

5.2.1.1. İç Denetim

İç denetim, genellikle ortaklar hesabına, işlerin gidişinden ortaklara hesap vermek üzere yapılır. İç denetim zorunlu organlardan biri olan denetçiler (TTK m.347-352) tarafından yapılır. Ayrıca azınlığın ve münferit pay sahiplerinin bazı hakları da (TTK m.310,341,362,363,377) geniş anlamda denetleme kavramı kapsamındadır⁷⁸.

Anonim ortaklıkta genel kurul tarafından seçilen denetçilerin denetimi yeterli olmamaktadır. Özellikle, çok ortaklı şirketlerde ortakların korunması ve ortaklık iş ve işlemlerinin çok teknik özellikler arz etmesi bu şekildeki denetimin sağlıklı olmayacağını ortaya koymaktadır. Doktrinde de denetimin dışarıdan çağrılacak, teknik bilgi sahibi yeminli mali müşavir ve denetçiler veya bu nitelikte kuruluşlar tarafından yapılması gereği savunulmaktadır⁷⁹.

5.2.1.2. Dış Denetim

Dış denetim devlet tarafından kuruluşta ve işleyişte yapılabilir. GYO'ları anonim ortaklık olma özelliklerinden dolayı, kuruluş ve faaliyetleri sırasında, TTK'ya göre ilgili Bakanlığın ve müfettişlerinin dış denetimine tabidirler (TTK m.274). Yine kuruluş aşamalarında ve faaliyetleri sırasında ticaret sicili memurunun tescil ve terkinde tabi işlemleri yönünden (TTK m.300 vd.) dış denetime tabi olurlar⁸⁰. Ayrıca, gereği halinde genel kurul tarafından bazı belirli hususların incelenmesi ve alanların teftişi için, azınlığın talebi ile seçilen bir özel denetçi (TTK m.348) ile de dış denetime tabidirler.

⁷⁸ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, a.g.e., s.330.

⁷⁹ Ünal, Aracı..., a.g.e., s.295.

⁸⁰ Aynı, s.298.

5.2.2. Sermaye Piyasası Mevzuatının Öngördüğü Denetim

GYO'lar sermaye piyasası mevzuatı gereğince SPK denetimine, Maliye Bakanlığı denetimine ve bağımsız denetleme kuruluşlarınca yapılan denetime tabidirler.

5.2.2.1. SPK Denetimi

GYO'lar kuruluş ve faaliyet izni aşamasında kurulun denetimine (Serm.P.K. m.31,32,35,36) tabi olduğu gibi faaliyetleri sırasında da Serm.P.K. m.45 hükmüne göre Kurul'un dış denetimine tabidirler ve Kurul tarafından görevlendirecek Kurul uzmanları tarafından denetlenirler. İlgili Bakanlık tarafından da gerektiğinde bu denetlemeler yaptırılabilir⁸¹.

Kurul tarafından denetimle görevlendirilenler Ser.P.K. ve diğer kanunların sermaye piyasası ile ilgili hükümlerinin uygulanmasını ve her türlü sermaye piyasası işlemlerini SPK kapsamındaki sermaye piyasası kurumları, ihraççılar ve kişiler nezdinde denetlemeye, görevleriyle ilgili gerekli göreceklere bilgi ve belgeleri istemeye, gerekli tutanakları düzenlemeye, bunların işlem ve hesaplarının kanuna, işletme amaç ve ilkelerine uygunluğunu ve denetlenen ortaklık, kuruluş, kişi ve kurumlarla ilişkili diğer gerçek ve tüzel kişilerin işlem ve hesaplarını da Kanunun uygulamasıyla sınırlı olarak incelemeye yetkilidirler. Ser.P.K. m.45 kapsamına giren ihraççılar, kişi ve kurumlar görevliler tarafından istenecek her türlü bilgiyi, işlem ve belgelerin örneklerini vermek ve durumunu tespit eden tutanakları imzalamakla yükümlüdürler (Serm.P.K. m.45, f.3).

Bu çerçevede kanun kapsamındaki ihraççılar, sermaye piyasası kurumları ve kişilerin ve bu kişilerle ilişkili diğer gerçek ve tüzel kişilerin Kanundan doğan işlem ve hesapları Kurul denetçileri tarafından denetlenmektedir. Denetlenecek kişi ve kuruluşlar, ihraççılar ile sermaye piyasası kurumlarının Kurul nezdindeki dosyaları

⁸¹ Aynı, s.300.

üzerinde yapılan incelemeler, gelen şikayet ve ihbarlar ve gözetim faaliyeti çerçevesinde edinilen bilgilere veya Kurul'un periyodik denetim programına göre belirlenmektedir⁸².

GYO'lar aylık dönemler itibariyle portföydeki varlıklara ilişkin bilgileri periyodik olarak Kurula bildirirler. Piyasa ve yatırımcının güvenliği açısından sıkı tutulan gözetim, denetim ve bilgilendirmeye yönelik hususlarda Kurulca yukarıda sayılanların dışında da bilgi ve belgenin talep edilebilmesi mümkündür ve ortaklıklar bunları da belirlenecek süre içinde Kurula göndermekle yükümlüdürler.

Kamuya açıklanması zorunlu bilgilerle sair bazı bilgileri de Kurulla birlikte Borsaya da süresi içinde gönderirler. Kamuya duyurulması gereken nitelikteki yönetim kurulu kararlarının da bu prosedüre ek olarak ilk genel kurulda ortakların bilgisine sunulması gereklidir⁸³.

5.2.2.2. Bağımsız Denetleme Kuruluşlarınca Yapılan Denetim

GYO'lar düzenleyecekleri mali tablolardan Kurulca belirlenenleri, daha önce kurulmuş ve bu Kanunun 22. Maddesinin (d) bendi uyarınca Kurulun bağımsız denetleme kuruluşlarına, bilgilerin doğruluk ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtma ilkesine uygunluğu bakımından inceleyerek bir rapor almak zorundadırlar (Ser.P.K. m.16, f.2). Bu denetleme, mevzuat ve genel kabul görmüş muhasebe esas ve ilkelerine uygunluk yönünden defter, kayıt ve belgeler üzerinden yapılır. Bunun yanı sıra, ortaklıklar işlemde bulunan gerçek ve tüzel kişiler işbirliğine razı olduklarında bu denetleme, bu kişilerle hesap mutabakatı da sağlanarak yürütülür. Bu denetleme sadece sermaye piyasası açısından yapılmakta olup denetlenen kuruluşların vergi kanunları yönünden denetlendiği anlamını taşımaz.

⁸² Küçüksözen, a.g.e., s.180.

⁸³ Tanör, a.g.e., s.240.

Kurul halka arzda, kayıtlı sermaye sistemine geçişte, bu kanun kapsamındaki anonim ortaklık ve sermaye piyasası kurumlarının tasfiyesi, devri, birleşmesi ve nevi değiştirmelerinde bağımsız denetim raporu isteyebilir (Ser.P.K. m.16, f.3). Kurulca düzenlenmesi öngörülen mali tablo ve raporlar ile, bağımsız denetlemeye tabi olunması durumunda bağımsız denetim raporu Kurulca belirlenen usul ve esaslar dahilinde Kurula gönderilir ve kamuya duyurulur (Ser.P.K. m.16, f.5).

Denetleme sonucunda, Denetleme Kuruluşu tablo ve işlemlerle ilgili olarak "olumlu", "olumsuz" veya "şartlı" rapor düzenleyecektir. Olumlu rapor denetlenen GYO'ların mali durum ve faaliyet sonuçlarının Ser.P.K. çerçevesinde gerçeği yansıttığının tasdiki anlamındadır. Olumsuz rapor bunun aksini ifade eder. Bir bütün olarak mali tabloların güvenliğini bozmayacak aksaklıkların varlığı halinde ise, şartlı rapor düzenlenecektir⁸⁴.

6. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ SONA ERMESİ VE TASFİYESİ

6.1. ABD Hukukunda

6.1.1. Sona Erme

GYO, varlık ve gelir şartlarını, pay mülkiyeti şartlarını, örgüt yapısı ile ilgili şartları, kâr payı dağıtım şartlarını sağlamada başarısız olursa GYO statüsünü kaybedebilir. Bir GYO, GYO olarak ilk vergileme yılını takiben feshedilebilir (IRC §856 (g) (2)).

GYO'lar trust ya da anonim ortaklık yapısında oluşabileceğinden sona ermeleri de bu yapıyı düzenleyen hükümlere göre gerçekleşir.

Trust sözleşmesinde, GYO paylarının çoğunluğunu elinde tutan pay sahiplerinin karar alması suretiyle GYO'ların sona ereceği düzenlenebilir⁸⁵. Genellikle, payın devri

⁸⁴ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, a.g.e., s.351.

⁸⁵ Fass, a.g.e., s.3-25.

ve pay sahiplerinin ölümünün trustü sona erdirmeyeceğine trust sözleşmesinde yer verilir. Bir trust, sözleşmede öngörülen sürenin dolması veya haklı sebepler varsa mahkeme kararı ile sona erebilir. Bununla beraber, bir sözleşme değişikliği ile süre uzatılarak fesih önlenir. Trust, iflas ile de sona erebilir.

GYO anonim ortaklık şeklinde kurulmuşsa, Ortaklıklar Kanununun (Corporation Law) anonim ortaklığın sona ermesi ile ilgili hükümlerine tabidir. Anonim ortaklık, süresinin dolması ile kendiliğinden infisah eder. Ancak ana sözleşmede süre uzatılarak fesih önlenir. Süre dolmasına rağmen, anonim ortaklık faaliyetine devam eder ve kimse itiraz etmezse, anonim ortaklığın belirsiz süreli olarak devam edeceği kabul edilir. Anonim ortaklık, süre dolmadan genel kurulun çoğunluğunun isteği üzerine, iradi olarak da sona erebilir. Çoğunluk, oy hakkını haiz pay sahiplerinin üçte ikisidir. İradi feshin kesinleşmesi için karar almak yeterli değildir, ayrıca durumun İlgili Bakanlığa tescil ettirilmesi gereklidir. Tescilden sonra fesih geçerli olur⁸⁶. Anonim ortaklık bir devlet makamının talebi üzerine mahkemece feshedilebilir, bunun için ortada ciddi nedenler olmalıdır. Anonim ortaklıklara ana sözleşme ile tanınan yetkilerin aşılması, kötüye kullanılması, kuruluşta eksiklikler bulunması, mahkemenin verdiği bir emrin yerine getirilmemesi, yıllık raporların tescil ettirilmemesi, süresinin sona ermesi⁸⁷ bunlar arasında sayılabilir. İlgili Bakanlık anonim ortaklığa durumunu düzeltmesi için 60 gün süre verir. Sürenin sonunda bir değişiklik olmazsa, anonim ortaklık sona erer.

Pay sahipleri ve/veya alacaklılar da ortaklığın feshini mahkemeden talep edebilirler. Feshi gerektiren sebeplerden birkaçı, ortaklığın çok kötü yönetilmesi, yönetimin ortaklığın amacına uygun hareket etmemesi, pay sahipleri arasında anlaşma imkansızlığının olmasıdır. Mahkemece feshe hükmedilirse bunun da İlgili Bakanlıkca tescili gerekir. Ortaklık alacaklılarının alacakları ödenemezse bunların usulü dairesinde yapacakları takiple ortaklık iflas edebilir ve iflas ile ortaklık sona erer⁸⁸.

⁸⁶ İmregün, a.g.e., s.98.

⁸⁷ Michael B. Metzger, Jane P. Mellor ve diğerleri, **Business Law and the Regulatory Environment** (ninth Edition, USA: Irwin Inc., 1995), s.907.

⁸⁸ İmregün, a.g.e., s.99.

GYO'nun feshedilmesi veya sona erdirilmesinde, feshin veya sona ermenin geçerli olduğu yılı takip eden 5 yıl boyunca GYO statüsü tekrar seçilemez (IRC §856 (g) (3)). Sona ermede belli durumlarda Ulusal Gelir Servisi (IRS), beş yıllık süre sona ermeden GYO statüsünün tekrar seçilmesine izin verebilir⁸⁹.

GYO statüsünün iradi olarak sona erdirilebilmesi için yıl sonundan 90 gün önce kararın Ulusal Gelir Servisine bildirilmesi gereklidir (IRC §856 (g) (3); Treas.Reg. §1.856-8). GYO statüsünün kaybı iradi sebeplerin dışında gerçekleşmişse de, 5 yıl geçmeden bu statü tekrar seçilemez.

6.1.2. Tasfiye

İflas halinde tasfiye Federal Bankruptcy Act (İflas Kanunu) hükümlerine göre yapılır. Diğer fesih hallerinde Corporation Act (Ortaklıklar Kanunu) hükümlerine göre ortaklıklar tasfiye haline girer.

6.2. Türk Hukukunda

6.2.1. Sona Erme

Ser.P.K. ve SPK'nın yürürlükteki ilgili mevzuatı GYO'ların sona ermesini düzenlememiştir. Fakat, GYO'lar bir anonim ortaklık olduklarından, Ticaret Kanununun anonim ortaklığın sona ermesi ile ilgili hükümlerine tabidirler.

Kendiliğinden sona erme (infisah) sebeplerinden birinin gerçekleşmesi ile karar alınmasına ve ihtarda bulunulmasına gerek olmaksızın GYO'lar kendiliğinden sona ermektedir. İnfisah, sebebin gerçekleştiği andan itibaren ileriye doğru hüküm doğurur.⁹⁰ Bu yüzden, esas sözleşmede öngörülen sürenin dolması (TTK m.434, f.1, b.1), maksadın elde edilmesi veya elde edilmesinin imkansız duruma gelmesi (TTK

⁸⁹ Brandon, a.g.e., s.121.

⁹⁰ Tekinalp, Poroy ve Çamoğlu, a.g.e., s.732.

m.434, f.1, b.2), ortaklık esas sermayesinin üçte ikisinin yitirilmesi halinde genel kurulun yasada öngörülen tedbirlerden birini almamış olması (TTK m.434, f.1, b.3), pay sahiplerinin beş kişiden aşağı düşmesi (TTK m.434, f.1, b.4), birleşme (TTK m.434, f.1, b.7), ortaklığın iflasına karar verilmiş olması (TTK m.437), ortaklık esas sözleşmesinde gösterilen infisah sebeplerinden birinin gerçekleşmesi (TTK m.434, f.1, b.6), sermayenin GYO'lar için belirlenen asgari miktarlara çıkarılmaması (Ser.P.K. m.33 d; Seri VI No:11 m.6) hallerinden birinin gerçekleşmesiyle GYO'lar kendiliğinden sona erer.

Buna karşılık, gerçekten pay sahibi olanların sayısının beşten aşağıya düşmesi (TTK m.435), organlardan birinin eksikliği (TTK m.435), anonim ortaklığın kanuna, esas sözleşme hükümlerine veya kamu düzenine aykırı işlemler ve faaliyetlerde bulunması (KHK/559 ile değişik TTK m.274 f.2), esas sermayenin üçte ikisinin yitirilmesi halinde (TTK m.436 ve m.435, f.1, b.5), ortaklığın feshine mahkeme karar verir. Ortaklar, şirket alacaklıları, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı ve SPK ortaklığın feshini dava edebilir. Ayrıca ortaklık genel kuruluda, esas sermayenin en az üçte ikisine malik pay sahiplerinin veya temsilcilerinin hazır olması ve mevcut oyların çoğunluğu ile karar verilmesi halinde ortaklık feshedilebilir (TTK m.434, f.1, b.3). Ortaklığın bir kamu tüzel kişisi tarafından devralınması da (TTK m.454) ortaklığın sona erme sebebidir.

Fesih davası sebepleri içinde sayılan kanuna aykırılık, bir taraftan Ticaret Kanununa aykırılığı, diğer taraftan özel kanunlara aykırılığı ifade eder. GYO'lar kendisini ilgilendiren tüm kanunlara aykırı faaliyetlerinden dolayı Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından fesih davasına konu edilebilir (TTK m.274, f.2)⁹¹.

6.2.2. Tasfiye

Tasfiye; ortaklık malvarlığının paraya çevrilmesi, alacakların tahsil edilmesi, borçların ödenmesi ve olumlu bir artık (bakiye) varsa, bunun tasfiye payı hükümleri uyarınca pay sahiplerine dağıtılması ve ortaklığın kaydının sicilden silinmesi

⁹¹ Ünal, Aracı..., a.g.e., s.312.

işlemlerinin tümünü kapsayan bir süreçtir⁹². Tasfiyeyi gerektiren sebeplerin gerçekleşmesinden sonra, ortaklık tasfiye haline girecek ve işlemler tamamlanana kadar tasfiye ortaklığı olarak devam edecektir⁹³.

GYO'ların tasfiyesi, ortaklığın TTK hükümlerine, diğer GYO mevzuatı ve esas sözleşme hükümlerine aykırı faaliyetleri sonucu ve mali yapının ciddi şekilde bozulması ile sözkonusu olur.

Sermaye Piyasası Kanunu ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Tebliği GYO'ların tasfiyesiyle ilgili bir düzenleme öngörmemiştir. GYO'ların iflas nedeniyle sona ermesinde tasfiye İcra İflas Kanunu hükümlerine göre yürütülecektir.

Sermaye Piyasası Kanunu, sermaye piyasası kurumları için doğrudan iflas yoluna başvurmayı gerektiren sebepleri düzenlemiş, SPK'ya iflası isteme yetkisi vermiştir. GYO'lar da sermaye piyasası kurumu olarak mali durumları taahhütlerini karşılayamayacak kadar zayıfladığında iflasla yüzyüze gelebileceklerdir (Ser.P.K. m.46/h).

GYO'ların, başka bir şirket tarafından devralınması, başka bir şirketle birleşmesi veya bir kamu tüzel kişisi tarafından devralınması halleri dışında diğer sona erme hallerinde tasfiye, Ser.P.K.'nın aracı kurumların tasfiyelerini düzenleyen hükmü uyarınca yapılacaktır (Ser.P.K. m.46/B). Bu hükme göre: "Aracı kurumlar dışında kalan sermaye piyasası kurumlarının tedricen tasfiyeleri SPK'ca yapılır ve Yatırımcıları Koruma Fonu ile ilgili olan hükümler dışında, haklarında bu madde uygulanır. Bu fıkra kapsamındaki kurumların tedrici tasfiye yöntemleri, türleri dikkate alınarak Kurulca belirlenir"⁹⁴.

⁹² Tekinalp, Poroy ve Çamoğlu, a.g.e., s.745.

⁹³ Tasfiye konusunda ayrıntılı bilgi için bakınız. Salter Uçar, **Tüm Şirketlerde Fesih ve Tasfiye, Kurulması-Faaliyetleri, Çıkma ve Çıkarılma Halleri, Dağılıma Sebepleri** (İkinci basım. İstanbul: 1998), s.254.

⁹⁴ Sermaye piyasası kurumlarının tasfiyesi hakkında geniş bilgi için bakınız. Sami Karahan, **Anonim Şirketlerde Tasfiye** (Konya: Mimoza Yayınları No:59, Hukuk Dizisi No:29, 1998), s.59.

Ser.P.K. hükümleri uyarınca yapılacak tedrici tasfiye özel bir yöntemdir. Tedrici tasfiyenin amacı, aracı kurumların mal varlığını işin niteliğine göre aynen veya nakde çevirmek suretiyle elde edilen bedeli tahsis ederek, Kanun çerçevesinde yaptıkları sermaye piyasası faaliyetleri nedeniyle müşterilerine karşı olan nakit ödeme ve sermaye piyasası araçları teslim yükümlülüklerini tasfiye etmektir. Tedrice tasfiye karar ve işlemlerinde TTK, İcra ve İflas Kanunu ve diğer mevzuatın tasfiye ile ilgili hükümleri uygulanmaz. Aracı kurumların tedrici tasfiyelerinin uygulama usul ve esasları Kurulca hazırlanan bir yönetmelikte gösterilir (Ser.P.K. m.46/B).

GYO'ların tasfiyesini gerektiren sebeplerden biri gerçekleştiğinde TTK, İcra İflas Kanunu ve diğer mevzuatın tasfiyeye ilişkin hükümleri uygulanmaz. Bunun yerine tasfiye Ser.P.K. m.46 uyarınca yürütülür.

Tasfiye haline giren ve tasfiye ortaklığına dönüşen GYO için portföyün önemi kalmamıştır. Tasfiye halinde borçların ödenmesinden sonra geriye bir artık kalırsa ortaklara dağıtılacaktır.

Tasfiye durumunda bulunan GYO'lar, tasfiye kararına dayanak oluşturacak mali tablo düzenlemek ve bağımsız denetleme kuruluşlarına, SPK'nın Seri X No:7 Tebliği çerçevesinde denetlettirmek zorundadırlar. Bağımsız denetleme raporunun özeti ilgili genel kurul toplantısından önce pay sahiplerinin emrine hazır bulundurulur ve genel kurulda okunur. Düzenlenen mali tablolar ve denetleme raporu ortaklık tarafından genel kurul toplantısını izleyen 30 gün içinde Kurula gönderilir⁹⁵.

⁹⁵Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Ortaklık ve Kuruluşların Mali Tablo Düzenleme, Kamuya Duyurma ve Bağımsız Denetleme Yükümlülüklerinin Belirlenmesine İlişkin Genel Açıklama Tebliği, Seri XII No:1, Resmi Gazete, 18 Şubat 1992, Sayı:21146.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ VE GYO SEKTÖRÜNÜN MEVCUT DURUMU, GYO'LARA İLİŞKİN MEVZUATIN YETERLİLİĞİNİN BELİRLENMESİNE YÖNELİK ARAŞTIRMA

1. TÜRKİYE'DE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ

Türkiye'de uzun yıllardır devam eden enflasyon nedeniyle gayrimenkul her zaman popüler bir yatırım aracı olmuştur. Türkiye'de gayrimenkul yatırımlarının toplam yatırımlar içindeki payı dünya ortalamasına göre daha yüksektir. Ancak genel olarak Türkiye'de gayrimenkul alımlarının şekli, gelişmiş ülkelerdeki alım şekillerinden farklıdır. Dünyada gayrimenkul sektörünün finansmanı bireyler, kamu kesimi, yerli ve yabancı özel şirketler tarafından yani kurumsal ve bireysel sermaye tarafından sağlanmaktadır. Türkiye'de ise halen gayrimenkul finansmanı büyük ölçüde bireyler tarafından sağlanmakta ve bireysel sermaye ön plana çıkmaktadır. İstatistiklere göre ABD'de inşaat yatırımlarının %70'lik bir kısmı kurumsal sermaye tarafından yapılmaktadır. Türkiye'de ise bu oranın %5 seviyesinde kaldığı gözlenmektedir. Aynı zamanda Türkiye'de bu yatırımların %3'üne yakın bir kısmı sermaye piyasası araçları ile finanse edilirken, aynı oran ABD'de %60'tır¹. Bu farklılığın temel nedeni yıllardır devam eden yüksek enflasyon ve yüksek faiz ortamı nedeniyle uzun vadeli kredilerin kullanımının mümkün olmamasıdır.

Türkiye'de gayrimenkul sektörüne kurumsal sermayenin girmesi, gayrimenkul sektörünün kurumsallaştırılması için en etkin yollardan biri Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının yaygınlık kazanmasıdır. Hayat sigortası ve özel emeklilik fonları

¹ www.f-almanak.om/finhat/menu2/gmyo, 1.11.2002 tarihli internet sayfası

alanlarında yeterince gelişme kaydedilememesi ve bankaların gayrimenkul mülkiyetlerine sınırlamalar getirilmesi GYO'ları kurumsal yatırım alanında ön plana çıkarmaktadır.

Türkiye'de gayrimenkul sektöründeki en önemli engellerden biri, ipotek sisteminin (mortgage) ve uzun vadeli finansmanın yokluğudur. İpotek sistemi; ipotekli krediler aracılığıyla gayrimenkul finansmanı modelidir. Yüksek enflasyon ve ekonomideki belirsizlikler nedeniyle bir türlü hayata geçirilememiştir. Bununla birlikte, günümüzde GYO'lar, bankalar ve diğer finansal kuruluşlar (yerli ve yabancı) ipotek sistemini kurmak için çalışmalarını devam ettirmektedirler. Bu sistemin Türkiye'de kurulması için öncelikle ikincil ipotek piyasalarının oluşması, emeklilik fonlarının ve sigorta şirketlerinin topladığı fonların gayrimenkul sektörüne aktarılması gerekmektedir.

Gayrimenkul sektörünün diğer sorunları şunlardır²: Kaynakların bu alana doğru yönlendirilememesi, imarlı arsa ve altyapı üretim eksiklikleri, kaçak yapılaşma, şehir planlaması yapılamaması, kontrolsüz imar hareketlerinden doğan gecekondu alanları, sektöre ait sayısal bilgi eksikliği, inşaat üretiminde yaşanan denetimsizlikler, üniversitelerdeki akademik çalışmalarda gayrimenkul konusuna gerektiği kadar yer verilmemesi vb.

2. TÜRKİYE'DE GYO SEKTÖRÜ

Türkiye'de GYO'lar 1996 yılından itibaren faaliyet göstermeye, 2 Ocak 1997 tarihinden itibaren de İMKB'de işlem görmeye başlamışlardır. Bugün İMKB'de işlem gören GYO sayısı dokuzdur. Ancak İMBK'de işlem görmekte olanlar dışında da kurulmuş olup, halka arz zamanını bekleyen GYO'lar vardır. Haziran 2002 sonu itibariyle İMKB'de işlem gören GYO'ların net aktif değerlerinin %74'ünü ticari gayrimenkuller, %4'ünü konut projeleri, %14'ünü arsa/arazi yatırımları, %8'ini ise likit varlıklar oluşturmaktadır.

² Gökkaya, a.g.e., s.2.

GYO'lar tüzel kişilik olarak kurumlar vergisi ve gelir vergisi stopajından muaf tutulmuşlardır. Bu ortaklıklardan kâr payı elde edenler için 4369 sayılı kanun ile 01.01.1999 tarihinden itibaren vergi muafiyeti kaldırılmıştır.

Gayrimenkul sektörü içinde GYO'lar nitelikleri itibariyle yatırım amaçlı finansman şirketleridir. Türkiye'ye özgü koşullar gereği geliştirme işlevleri daha ağırlıklıdır.

GYO sektörünü etkileyen engellerden biri yüksek KDV oranıdır. GYO'ların tüm alım satımlarda ödediği %18 oranındaki KDV, GYO'ların üzerinde önemli bir finansman yükü oluşturmaktadır. Bunun nedeni, projelerin en az iki üç yılda bitirildiği düşünüldüğünde, proje süresince alımlarda ödenen KDV'nin, mahsup edilene kadar geçen süre içerisinde GYO'lar tarafından finanse edilmesidir. Bunun dışında proje geliştirme ve yeni yatırımların hayata geçirilmesi aşamalarında ödenen yüksek tutarlı vergi ve harçlar, sektörün kayıt dışı ekonomiyle rekabet şansını yok etmektedir. İMKB'deki spekülasyon hareketleri, borsanın yeterli derinliğe sahip olmaması nedeniyle fiyat hareketlenmelerinden çabuk etkilenmesi, uzun vadeli finansman eksikliği ve yüksek faiz oranları sektörün gelişimini etkileyen diğer engellerdir.

GYO sektörünün Türkiye'de bir derneği vardır; Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Derneği-GYODER. Mevcut ve kurulmakta olan 12 GYO'nun temsilcileri biraraya gelerek GYO'ların gelişimini teşvik etmek, tanıtım ve temsilini sağlamak, sektörde kalite, kontrol ve eğitim konularında standartları oluşturmak ve korumak amacıyla 2 Ağustos 1999'da GYODER'i resmen kurmuşlardır. GYODER 14 Ekim 1999'da tescil edilerek faaliyetlerine başlamıştır.

Türkiye'de GYO'lara olan ilginin artabilmesi için bu ortaklıkların tanınması gerekmektedir. Ortaklıkları tanıtmaya yollarından biri de bu konuda yapılan çalışma ve araştırmalardır. Bunun için GYO'ları her yönden tanıtan araştırmalara ihtiyaç vardır. Bizim yaptığımız araştırma ağırlıklı olarak GYO'ların hukuki yönü ile ilgilidir.

3. GYO'LARA İLİŞKİN MEVZUATIN YETERLİLİĞİNİN BELİRLENMESİNE YÖNELİK ARAŞTIRMA

3.1. Araştırmanın Amacı

Bu araştırmanın temel amacı Türkiye'de GYO'ların karşılaştıkları hukuki sorunların belirlenmesi ve GYO mevzuatının sektörün ihtiyacına ne ölçüde cevap verdiğinin tespit edilmesidir. Bu temel amaç doğrultusunda araştırmanın alt amaçları şunlardır;

- GYO'ların Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Tebliği ile ilgili sorunlarını, değiştirilmesini istedikleri konuları belirlemek,
- GYO'ların Tebliğ dışındaki mevzuatla ilgili sorunlarını, değiştirilmesini istedikleri konuları belirlemek,
- GYO'ların GYO mevzuatı dışındaki sorunlarını belirlemek,
- GYO'ların geleceğe nasıl baktığını öğrenmek,
- GYO'lara karşılaştıkları hukuki sorunların çözümü hakkında öneriler sunabilmektir.

3.2. Araştırmanın Önemi

Daha önce belirtildiği gibi GYO'lar, 29.4.1992 tarihinde Ser.P.K. değişikliği ile ilk kez hukuk sistemimize girmiş ve 22.07.1995 tarihinde çıkarılan "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile uygulama alanı bulmuştur. 1998 yılında Tebliğ yenilenmiştir. Görüldüğü gibi 7 yıllık bir geçmişe sahip yeni bir yatırım ortaklığı türüdür, yeterince tanınmamaktadır. Tanıtılmasına katkıda bulunma amacıyla bu araştırma yapılmıştır. GYO'larla ilgili yapılan çalışma sayısının azlığı ve yapılan çalışmaların genel nitelikte olması hukuki boyutunun incelenmesi gerekliliğini ortaya çıkartmıştır. Buradan yola çıkılarak GYO'ların karşılaştıkları hukuki sorunların belirlenmesi ve bu sorunların çözümünde kullanılan Tebliğ ve diğer kanunların yeterliliği ile ilgili bir araştırma yapılmıştır. Yapılan bu çalışma ve araştırma GYO'larla ilgili literatür eksikliğini bir ölçüde kapatabilecek ve genel bilgi birikimine katkıda bulunacaktır.

3.3. Araştırma Yöntemi

Araştırma yöntemi belirlenirken öncelikle örnekleme karar verilmiş³, sonra araştırma modeli oluşturulmuş ve daha sonra veri toplama yöntemi belirlenmiştir.

Araştırmanın çalışma evrenini SPK'ya bağlı ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören GYO'lar oluşturmaktadır. Bu konudaki varsayımımız, halka arz edilen GYO'ların GYO Tebliği ve diğer mevzuatla ilgili sorunlarının belirgin hale geleceğidir. Halka arz edilen 9 GYO araştırmanın kapsamına alınmıştır.

GYO'ların önce e-mail adreslerine mail yollanarak daha sonra telefon edilerek araştırmanın amacı ve önemi belirtilmiştir. Şirketlerde hukuki konularda çalışan ve GYO mevzuatına hakim kişilerle görüşme talebinde bulunulmuştur. 6 GYO görüşme ve anketi cevaplandırma talebini kabul ederken, 2 GYO kabul etmemiştir. Bir GYO'nun kontrolü ise Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonuna geçtiğinden bu şirketle görüşme talebinde bulunulmamıştır.

Bu araştırmada GYO mevzuatını oluşturan Tebliğ ve kanunların, GYO sektörünün sorunlarının çözümünde yeterli olup olmadığını belirlemek amaçlandığından betimsel yöntem kullanılmıştır⁴.

Bu araştırmada kullanılan veri toplama yöntemi, açık uçlu anket görüşmesi tekniğidir⁵. Görüşmelerde kullanılmak üzere EK 1'de örneği verilen anket formu hazırlanmıştır. Daha sonra görüşmeler yapılarak veriler toplanmıştır.

³ Örnekleme belirlenmesi ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. Ali Yıldırım ve Hasan Şimşek, *Sosyal Bilimlerde Nitel Araştırma Yöntemleri*, (Ankara: Seçkin Yay., 2000), s.54.

⁴ Betimsel araştırma yöntemi "şu anda ne oluyor?" sorusuna yanıt arar. Anket, gözlem ya da görüşme aracılığı ile varolan durumu olduğu gibi betimlemeye dayanmaktadır. Daha fazla bilgi için bkz. Gönül Kırcaali İftar, *Betimsel Araştırma Yöntemleri Ders Notları*, (Eskişehir: Anadolu Üniversitesi, 1998), s.9, Birsen Gökçe, *Toplumsal Bilimlerde Araştırma*, (Üçüncü basım, Ankara: Savaş Yay.,1999), s.65-66.

⁵ Açık uçlu anket görüşmesi tekniği ile ilgili bilgi için bkz. Yıldırım ve Şimşek, a.g.e., s.93.94.

Anket formu açıklayıcı bir ön yazı ve üç bölümden oluşmaktadır. Ön yazı anketin cevaplanması için kabul oranını ve sorulara doğru cevap alma olasılığını artırmak amacıyla hazırlanmıştır. Ön yazıda çalışma hakkında bilgi verilmekte ve formu cevaplayacak kişilere çeşitli açıklamalar yapılmaktadır. Anket formunun birinci bölümü anketi cevaplayan kişi ve GYO'larla ilgili kimlik sorularından oluşmaktadır. İkinci bölüm GYO Tebliği ile ilgili sorulardan oluşmaktadır. Üçüncü bölüm ise GYO mevzuatını oluşturan kanunlar ve GYO sektörü ile ilgili sorulardan oluşmaktadır.

Araştırma sorularının hazırlanmasında GYO Tebliği ve GYO'larla ilgili yapılan araştırmalar dikkate alınmıştır. Geçerliğin belirlenmesi⁶ amacıyla, anket formu bir uzman tarafından incelenmiştir ve anket formuna son şekli verilmiştir.

Araştırmada kullanılan anket formları için görüşmeler 11 Kasım 2002 tarihinde başlamış ve konuyla ilgili kişilerin kendilerinden elde edilen bilgiler doğrultusunda kendilerine uygun olan zamanlarda gerçekleştirilmiştir. Anket kapsamındaki 9 şirketten 6'sı anket formlarını cevaplamayı kabul etmiştir. Anket formu toplam 46 sorudan oluşmaktadır.

3.4. Verilerin Analiz Edilmesi

Anket formları okunarak değerlendirilmiştir. Tüm veriler "Kodlama Anahtarı" adı altında bir kayıt formu oluşturularak, bu forma yerleştirilmiştir. Kodlama Anahtarı EK 2'de yer almaktadır. Kodlama Anahtarında tüm görüşmelerden elde edilen veriler sorulara göre sınıflandırılmıştır. Her sorunun altında o soruya tüm şirketlerin verdiği cevaplar yer almaktadır.

Bu araştırmada "nitel verilerin sayısal analizi"⁷ yapılmıştır. Türkiye'de SPK'ya ve İMKB'ye bağlı GYO'larda yöneticilerle yapılan görüşmeler sonucu elde edilen

⁶ Ölçü aracının, ölçtüğünü öne sürdüğü özelliği ne derece ölçtüğünün belirlenmesi geçerliğin belirlenmesidir. Daha fazla bilgi için bkz. Kırcaali İftar, a.g.e., s.8.

⁷ Nitel verilerin sayısal analizi ile bilgi için bkz. Yıldırım ve Şimşek, a.g.e., s.177-178.

veriler, araştırma amaçları doğrultusunda hazırlanmış araştırma sorularına göre sınıflandırılmıştır.

3.5. Bulgular ve Değerleme

GYO'ların yöneticileriyle yapılan görüşmeler sonucu elde edilen veriler sınıflandırılarak sunulmuştur. Bulgular araştırmanın alt amaçları doğrultusunda gruplandırılmıştır. Bunlar,

- Araştırmanın genel bulguları,
- GYO Tebliğinin yeterliliği ve kullanılma yoğunluğu ile ilgili bulgular,
- GYO Tebliğinin düzenlemeleriyle ilgili bulgular,
- GYO mevzuatını oluşturan kanunlarla ilgili bulgular
- GYO sektörünün sorunları ile ilgili bulgulardır.

3.5.1. Araştırmanın Genel Bulguları ve Değerleme

3.5.1.1. Anket Formunu Cevaplandıran Kişilerin Özellikleri

Araştırmaya dahil olan 6 GYO'dan 1'inde genel müdür, 2'sinde genel müdür yardımcısı, 1'inde idari işler ve hukuk yönetmeni, 1'inde hukuk müşavir yardımcısı, 1'inde finans müdürü anketi cevaplandırmıştır.

Anketi cevaplandıran GYO yöneticilerinden 2'si Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi, 2'si İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi, 1'i Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi, 1'i Bilkent Üniversitesi mezunudur.

Anketi cevaplandıran GYO yöneticilerinden 3'ü 1-3 yıldır aynı şirkette çalışırken, diğer 3'ü 4-6 yıldır aynı şirkette çalışmaktadır.

Elde edilen sonuçlar GYO'larda hukuki sorunları bilebilecek durumdaki kişilerle görüşüldüğünü ve anketi bu kişilerin cevaplandırıldığını göstermektedir. Görüşülen kişilerin hemen hepsi şirket kurulduğundan beri aynı şirkette çalışmaktadır ve şirketin sorunlarını yakından bilmektedir.

3.5.1.2. Araştırma Kapsamındaki GYO'ların Özellikleri

Araştırma kapsamına giren 4 GYO 1996-1998 yılları arasında kurulurken, 2 GYO 1999-2002 yılları arasında kurulmuştur.

GYO'ların lider girişimcilerinin ana iş kolları 4 GYO'da bankacılık, 1 GYO'da medya, 1 GYO'da ise inşaat ve taahhüttür.

Araştırma kapsamına giren 3 GYO'da hukuk departmanı varken, diğer 3 GYO'da yoktur.

Hukuk departmanları en fazla 3 kişiden oluşmaktadır. Hukuk departmanı olmayan GYO'lar hukuki sorunlarında, bağımsız hukuk bürolarına, sözleşmeli avukatlarına ve holding hukuk müşavirine danışmaktadırlar.

Elde edilen bilgiler, GYO'ların büyük grup şirketlerinin birer yan kuruluşları olduğunu, çoğunun 1999'a kadar kurulduğunu ve yarısında hukuk departmanının olduğunu göstermektedir.

3.5.2. GYO Tebliğinin Yeterliliği ve Kullanılma Düzeyi İle İlgili Bulgular ve Değerleme

Araştırmaya dahil olan GYO'ların yöneticilerinden 1'i GYO Tebliğini kısmen kullanırken, diğerleri çok yoğun olarak kullandıklarını ifade etmişlerdir.

GYO Tebliğinin genel olarak yeterliliği ile ilgili soruya 4 GYO yöneticisi yeterli olarak cevap verirken, 1 GYO yöneticisi yetersiz olarak cevap vermiş, 1 GYO yöneticisi de kararsız kalmıştır.

Bu sonuç GYO'ların yöneticilerinin mevcut tebliği genel olarak yeterli bulduğunu göstermektedir. Belki şu anki koşullarda mevcut tebliğ yeterlidir. Fakat

gelişmekte olan sektörün yeni sorunlarına paralel olarak devamlı yenilenme ihtiyacıdadır.

3.5.3. GYO Tebliğinin Düzenlemeleriyle İlgili Bulgular ve Değerleme

3.5.3.1. Kuruluş ve Dönüşüm Şartları, Kurucuların Nitelikleri ve Lider Girişimciye İlişkin Bulgular

GYO yöneticilerinin çoğunluğu GYO Tebliğini genel olarak yeterli bulmuştur, fakat değişiklik yapılmasını istedikleri konular da vardır. Buradan yola çıkılarak hangi düzenlemelerde değişiklik yapılması, hangi düzenlemelerin çıkarılması ve hangi konuların eklenmesi gerektiğini tespit edebilmek amacıyla, Tebliğin maddelerine yönelik hazırlanan sorular GYO yöneticilerine sorulmuştur.

Araştırmaya katılan GYO yöneticilerine Tebliğde yer alan kuruluş ve dönüşüm şartlarını yeterli bulup bulmadıkları sorulmuş, GYO yöneticilerinin tümü yeterli bulduklarını belirtmişlerdir.

Yine GYO yöneticilerinin tümü Tebliğde yer alan kurucuların niteliklerini yeterli bulmuştur.

Tebliğde bulunan lider girişimciye ilişkin özel şartlar konusunda değişiklik gerekip gerekmediği sorusuna, 1 GYO yöneticisi gerekli, 5 GYO yöneticisi gerekli değil olarak cevap vermiştir.

Lider girişimciye ilişkin değişiklik yapılması istenen husus, lider girişimci olabilecek kişilerde aranan şartlardan biridir. GYO Tebliğinin 8. maddesinin A/c bendine göre; Lider girişimci olabilecek gerçek kişilerin ortaklığın faaliyet konusuna giren alanlarda yeterli bilgi ve tecrübeye sahip olması zorunludur. Bu bent yoruma açıktır. Daha belirleyici olarak ifade edilmelidir.

3.5.3.2. Yönetim Kurulu Üyeleri, Denetçiler ve Bağımsız Yönetim Kurulu Üyelerine İlişkin Bulgular

Araştırma kapsamına giren GYO yöneticilerine, Tebliğde yer alan yönetim kurulu üyelerinin, denetçilerin ve genel müdürün taşınması gereken nitelikleri yeterli bulup bulmadıkları sorulduğunda GYO yöneticilerinin tümü yeterli bulduklarını belirtmişlerdir.

"Yönetim kurulunun oluşumu, bağımsız yönetim kurulu üyeleri ve yönetim kurulu üyelerine getirilen yasaklarla ilgili düzenlemelerin yetersiz olduğunu düşünüyor musunuz?" sorusuna GYO yöneticilerinin tümü "hayır" cevabını vermiştir. Buna göre yönetim kurulu üyelerinin oluşumu, bağımsız yönetim kurulu üyeleri ve üyelere getirilen yasaklarla ilgili düzenlemeleri GYO'ların tümü yeterli bulmuştur.

GYO yöneticilerine, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin işlevlerini yerine getirip getirmediği sorulduğunda, 1 GYO yöneticisi işlevlerini yerine getirmediğini ifade ederken, 5 GYO yöneticisi işlevlerini yerine getirdiğini belirtmiştir.

Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin işlevlerini yerine getirmediğini düşünen GYO yöneticisine göre, bağımsızlık kavramının tam anlamıyla yerine getirilmesi ancak dışarıdan atamayla olur. Türkiye'de şu anda sektörde yer alan GYO'ların tamamı muhtelif grup şirketlerin yan kuruluşudur. Bu sebeple bağımsız yönetim kurulu üyeleri olabildiği kadar bu üst kuruluşun daha önceki personeli arasından seçilmektedir. Dolayısıyla tam bir bağımsızlık söz konusu değildir.

Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin hangi mesleklerden seçilmesi gerektiği sorulduğunda, 3 GYO yöneticisi hukukçu, 2 GYO yöneticisi finans uzmanı, 2 GYO yöneticisi mühendis, 1 GYO yöneticisi ekonomist, 1 GYO yöneticisi mimar, 1 GYO yöneticisi öğretim üyesi, 2 GYO yöneticisi de meslek önemli değil olarak cevap vermiştir.

Buna göre bağımsız yönetim kurulu üyeleri hukukçu, finans uzmanı, mühendis, mimar, ekonomist, öğretim üyesi olabilir. Önemli olan gayrimenkul konusunda bilgili ve tecrübeli olmasıdır.

3.5.3.3. GYO'ların Yapabilecekleri ve Yapamayacakları Faaliyetler ve Yatırımlarına İlişkin Bulgular

Tebliğde yer alan GYO'ların yapabilecekleri ve yapamayacakları faaliyetler ve yatırımlarıyla ilgili düzenlemelerin yeterli olup olmadığı sorusunu, 2 GYO yöneticisi yeterli, 4 GYO yöneticisi yetersiz olarak cevaplandırmıştır.

GYO yöneticilerinin, GYO'ların yapabilecekleri ve yapamayacakları faaliyetler ve yatırımlarına ilişkin değişiklik önerileri şunlardır:

- Sektördeki ve ekonomideki tıkanıklık göz önüne alınarak likit yatırım oranı artırılmalıdır.
- GYO'ların portföy işletme yetkileri olmalıdır.
- GYO'ların kendi gayrimenkullerini işletmelerine izin verilmelidir.

Tebliğın 24. maddesinin e bendine göre; "ortaklıklar portföylerinde bulunan gayrimenkulleri, kiracılara bu varlıklara doğrudan veya dolaylı olarak bağlantılı hizmetleri sunacaklar ise kendileri işletemez ve bu amaçla personel istihdam edemezler. Ancak 634 Sayılı Kat Mülkiyeti Kanunu uyarınca portföyde bulunan gayrimenkullerde yapılan yöneticilik görevi işletme faaliyeti kapsamında değerlendirilmez".

Tebliğe göre gayrimenkullerin işletilmesinde işletme şirketlerinin kullanımı zorunludur. Bu düzenleme GYO'ların faaliyet konusunun gayrimenkul yatırımı olması ve vergisel avantajın faaliyet dışı konulara yaygınlaşmaması nedeniyle yapılmıştır. Ancak GYO'lar, profesyonel gayrimenkul yönetim şirketlerinin olmaması, hizmet kalitelerinin yetersizliği veya gayrimenkulün veriminin artırılması gerekçeleriyle kendi gayrimenkullerini işletebilmelidirler. GYO şirketleri sahip oldukları gayrimenkullere bağlı hizmet ve faaliyetleri isterlerse kendileri yerine getirebilmeli veya bu amaçla ayrı şirketler kurarak bunlara ortak olabilmelidir.

İşletme hakkının verilmesi ile hem işletme geliri şirkete ek kaynak sağlayacak hem de işletmeci şirkete ödenecek ücretlerden tasarruf edilmiş olunacaktır.

- GYO'lar kendi hisse senetlerini satın alabilmelidir.

GYO'ların kendi hisse senetlerini geri almaları yasaktır. Kara Avrupası ülkelerinde ve dolayısıyla TTK'da benimsenen sistem, anonim ortaklıkların kendi paylarını iktisap ve rehin olarak kabul edememesidir. Buna karşılık Anglo-Sakson hukukunda yasak söz konusu değildir. TTK kuralın istisnasız uygulanmasının çeşitli açılardan sakıncalı olacağı ve ihtiyaçlara cevap vermeyeceği düşüncesi ile istisnalar öngörmüştür. İstisnalar sınırlıdır ve şöyle sıralanmıştır: a) Paylar AO'nun esas sermayesine ilişkin bir karara dayanılarak alınmışsa, b) Paylar AO'nun bir alacağının ödenmesi maksadı ile devralınmışsa, c) Paylar bir malvarlığının veya bir işletmenin borç ve alacakları ile birlikte devralınması sonucunda AO'ya geçmişse, d) Payların devir alınması veya rehin olarak kabulü esas sözleşmeye göre AO'nun iştirak konusu içine giren işlemlerdense, e) Paylar yönetim kurulu üyeleri, müdürler ve memurlar tarafından kendilerine bu sıfatla düşen yüküm dolayısıyla rehin olarak yatırılmışsa, f) Edinme ivazsızsa AO kendi hisse senetlerini satın alabilir ve rehin olarak kabul edebilir⁸.

GYO'lar kendi hisse senetlerini satın alabilmelidir. Özellikle kriz dönemlerinde Borsa fiyatları ile net aktif değerleri marjı açılan GYO'lar, oluşan değer kayıplarını azaltmak ve yatırımcılarını korumak amacıyla kendi hisse senetlerinin piyasa yapıcısı olabilmelidir.

- GYO'lar danışmanlık hizmeti verebilmelidir

Tebliğe göre GYO'ların dışarıya gayrimenkul danışmanlığı, proje geliştirme gibi hizmetleri vermeleri mümkün değildir. Ancak GYO'lar faaliyetleri gereği eğitimli ve deneyimli bir kadroya sahiptirler. GYO'ların doğrudan faaliyet alanına giren geliştirme konularında dışarıya da hizmet vermeleri personelin atıl kalmasını önleyecek,

⁸ Tekinalp, Poroy ve Çamoğlu, a.g.e., s.435-439.

kaynakların verimli olarak değerlendirilmesini sağlayacak⁹ ve şirketlerin gelirlerini artıracaktır.

- Tüm yatırım sınırlamaları ve ülkelerarası yatırımlara ilişkin sınırlamalar kaldırılmalıdır.

Mevcut düzenlemelere göre, yurtdışı gayrimenkullere ve gayrimenkule dayalı yabancı menkul kıymetlere sınırlı olarak yatırım yapılabilmekte, konusu gayrimenkul olan şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapılamamaktadır. Bu sınırlamalar portföy getirileri açısından zararlı sonuçlara yol açmaktadır. Ülkelerarası yatırımlara ilişkin bu tür sınırlamalar kalkmalı, kararın verilmesi ve sonuçlarına katlanması şirket yöneticilerinin insiyatiflerine bırakılmalıdır. Ayrıca gayrimenkule dayalı menkul kıymetlerin azlığı nedeniyle konusu gayrimenkul olan şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapılabilmelidir¹⁰.

3.5.3.4. Portföye İlişkin Bulgular

Araştırmaya dahil olan GYO yöneticilerine, Tebliğde yer alan portföy oluşturulması, çeşitlendirilmesi, sınırlandırılması ile ilgili düzenlemelerde değişiklik yapılmasının gerekli olup olmadığı sorulmuş, 5 GYO yöneticisi değişikliğin gerekli olmadığını belirtirken, 1 GYO yöneticisi değişikliğin gerekli olduğunu ifade etmiştir.

Portföyle ilgili düzenlemelerde yapılması istenen değişiklik önerisi, gayrimenkul portföyüne ilişkin sınırlamaların kaldırılmasıdır. Tebliğde GYO'ların gayrimenkul portföylerini çeşitlendirmeye yönelik sayısal ve niteliksel sınırlamalar yer almaktadır. Çeşitlendirme risk ve getiri açısından şirket yöneticilerinin alacakları kararlara bırakılmalıdır. Seçilecek yatırım amaçlarının niteliği, oransal ağırlığı veya elde bulundurma dönemine ilişkin sınırlamalar koruma amacının aksine portföy verimlerine zarar verebilen sonuçlara yol açmaktadır. Özellikle sık sık kriz ekonomisi yaşayan

⁹ 26 Eylül 2002 tarihinde İstanbul'da yapılan "Gayrimenkule Dayalı Sermaye Piyasası Enstrümanları ve Gayrimenkul Endeksleri Konferansı", Basılmamış konferans notları.

¹⁰ Aynı

ülkemizde bu tür sınırlamaların ertelenmesi için sık sık SPK'ya başvurulması gerekmektedir¹¹.

Ayrıca Tebliğe göre GYO'ların portföyünün 3 farklı gayrimenkul veya gayrimenkul projesinden oluşması zorunludur. Bu gayrimenkullerin türüne ilişkin bir sınırlama getirilmemiştir. Örneğin, sadece arsalarından oluşan bir gayrimenkul portföyü GYO'ların amacına hizmet etmekte midir?

3.5.3.5. Kredi Kullanımı ve Borçlanma Sınırlarına İlişkin Bulgular

Tebliğde yer alan kredi kullanımı ve borçlanma sınırlarıyla ilgili düzenlemelerde değişiklik yapılmasının gerekli olup olmadığı sorusuna, 4 GYO yöneticisi değişiklik gerekli, 2 GYO yöneticisi değişiklik gerekli değildir olarak cevap vermiştir.

GYO'ların, kredi kullanımı ve borçlanma sınırlarıyla ilgili değişiklik önerileri şunlardır:

- Mevcut Tebliğe, portföydeki bir projenin gerçekleştirilmesi için kredi temini amacıyla, diğer gayrimenkullerin teminat olarak gösterilmesini açıkça düzenleyen bir hüküm konulabilir.
- GYO'ların borçlanma sınırları kaldırılmalıdır.

Mevcut borçlanma sınırları belirli dönemlerde şirketlerin finansman ihtiyaçları için engelleyici olabilmektedir. Bu düzenleme şirketlerin aşırı borçlanma riski altına girmesini önlemek için yapılmıştır. Fakat bu düzenlemenin amaçladığı sonuçlar şirketlerin piyasada mali yapılarının tam açıklama prensipleri dahilinde değerlendirilmesine bırakılmalıdır. Hiçbir halka açık şirket için bulunmayan bu tür sınırlamalar GYO'lar için de kaldırılmalıdır. Şirketler verecekleri teminatlar ve genel kredi riskleri dahilinde borçlanabileceklerinden bu tür suni sınırlamalara ihtiyaç yoktur¹².

¹¹ Aynı

¹² Aynı

3.5.3.6. Portföy Değeri Tablosuna İlişkin Bulgular

Araştırma kapsamındaki GYO yöneticilerine, Tebliğ'e göre GYO'ların aylık olarak düzenleyip SPK ve İMKB'ye gönderdikleri portföy değeri tablosunun gerekliliği sorulmuş, 4 GYO yöneticisi gerekli olduğunu belirtirken, 2 GYO yöneticisi gerekli olmadığını belirtmiştir.

Portföy değeri tablosunun gerekli olduğunu düşünen GYO yöneticilerine göre, tablo yatırımcıya portföyle ilgili özet ve güncel bilgiyi aktardığından, yatırımcının şirketlerin durumunu takip edebilmesi açısından gerekli bir tablodur. Fakat şirketlerin portföylerinin sık sık değişmediği şu anki koşullarda aylık olarak değil de üçer aylık periyotlarla düzenlenmesi yeterli olabilir.

Portföy değeri tablosu mevcut koşullarda gerekli bir tablodur. Bu gerekliliğin ortadan kalkması ancak mali tablo sisteminin yenilenmesi, enflasyona göre düzeltilmiş mali tablo sistemine geçilmesi ve şirketin net aktif değerinin mali tablolara yansıtılabildiği bir muhasebe sistemine geçilmesi ile olur¹³.

3.5.3.7. Gayrimenkul Değerleme ve Ekspertiz Şirketlerine İlişkin Bulgular

Tebliğde yer alan gayrimenkul değerlendirme ve ekspertiz şirketleriyle ilgili düzenlemelerin yeterli bulunup bulunmadığı sorusuna 1 GYO yöneticisi yeterli, 5 GYO yöneticisi yeterli değil olarak cevap vermiştir.

Mevcut Tebliğde değerlemeye ilişkin düzenlemeleri yeterli bulan GYO yöneticisi, bu düzenlemelerin, SPK'nın Seri VIII, No:35 Sayılı "Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Değerleme Hizmeti Verecek Şirketlere ve Bu Şirketlerin Kurulca Listeye Alınmalarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği" ile birlikte değerlendirilmesi görüşündedir.

¹³ Aynı

Gayrimenkul değerleme ile ilgili Tebliğde yapılan dzenlemelere ilişkin eleştirilerden biri, bu dzenlemelerin bu Tebliğde yer almayıp ayrıca dzenlenmesi gerektiğidir. Diğer eleştiri ekspertiz şirketlerinin sayısının azlığıdır. Biri İstanbul'da, biri Ankara'da olmak üzere toplam iki ekspertiz şirketi vardır. Bu şirketlerin işleri her zaman yoğun olduğundan acil durumlarda GYO'ların alternatifi yoktur. Ekspertiz şirketleri sayı olarak çoğaltılmalıdır. Ayrıca ekspertiz şirketlerinin belirlenmesinde şirket adlarını açıklarak sınırlandırma yapmak yerine, gerekli niteliklere sahip lisanslı şirketleri baz alan sınırlandırmalar kullanılmalıdır.

3.5.3.8. Tebliğ Dzenlemeleriyle İlgili Bulguların Değerlemesi

Tebliğ dzenlemeleriyle ilgili sorulara verilen cevaplar sonucunda, Tebliğin, kuruluş ve dönüşüm şartları, kurucuların nitelikleri, lider girişimciye ilişkin özel şartlar, yönetim kurulu üyelerinin, denetçilerin ve genel müdürün taşıması gereken nitelikler, yönetim kurulunun oluşumu ile ilgili dzenlemelerin yeterli olduğu ve herhangi bir değişikliğin talep edilmediği ortaya çıkmıştır.

Bağımsız yönetim kurulu üleriyle ilgili az da olsa tereddüt vardır. Mevcut Tebliğe göre yönetim kurulunun en az 1/3'ü bağımsız üyelerden oluşmaktadır. Yapılan önerilerden biri bu oranın yarıdan bir fazlaya çıkarılmasıdır.

Tebliğde yer alan, GYO'ların faaliyetleri, portföyün oluşturulması, portföy değeri tablosu, borçlanma sınırı, gayrimenkul değerleme ile ilgili dzenlemelerde değişiklik yapılması gerektiği belirlenmiştir. Bunlar dışında Tebliğ dzenlemeleriyle ilgili görüş ve öneriler şunlardır:

- Grup içi işlemler sınırlandırılmalıdır.
- GYO'ların sermaye yeterliliği artırılmalıdır.

Kurulan şirketlerin borsada yeterli derinliğe ve işlem hacmine sahip olabilmesi, fiyatlarının manipule edilememesi için şirketlerin sermayeleri olabildiğince yüksek belirlenmelidir. Bunu yaparken iyi niyetli kurucuların caydırılmaması esas olmalıdır¹⁴:

¹⁴ Aynı.

Belirlenecek sermaye rakamları hem yatırımcıların endişelerini gidermeli hem de yönetilebilir büyüklükte minimum bir gayrimenkul portföyü oluşturmaya elvermelidir.

- GYO'ların halka açılmaları öncesinde mevcut ortakların sermaye artırımına izin verilmelidir.

Kurulan veya esas sözleşme değişikliği ile GYO'ya dönüşen ortaklıklar, kuruluşlarının veya dönüşümlerinin ticaret siciline tescilini takip eden bir yıl içinde hisse senetlerini halka arz etmek üzere SPK'ya başvurmak zorundadırlar. Yapılacak ilk halka arzdan önce, rüçhan haklarının tamamen kullandırılması suretiyle sermaye artırımını yapılarak çıkarılmış sermaye arttırılmaz (GYOT m.10). Böylece GYO'lar ilk olarak sermaye arttırdıklarında aynı anda halka açılma işlemini de tamamlamış olmaktadır. Ancak GYO'lar portföylerindeki projeler gereği 1 yıllık halka açılma dönemi içinde de ek sermayeye ihtiyaç duyabilmektedirler. Hisse senetlerinin ihraç edileceği piyasalarda önemli olumsuzlukların ortaya çıkması halinde SPK, ortaklığın başvurusu üzerine bir yıllık süreyi uzatabilir (GYOT m.10). Olağanüstü kriz dönemlerinde ertelenen halka açılmalar sermayeyi erittiği için, başarılı bir halka arz yapılmadan önce mevcut ortakların sermaye koymasına ihtiyaç duyulabilmektedir. Bu sebeplerle halka açılma öncesinde mevcut ortakların sermaye artırımına izin verilmelidir.

Halka açılmış GYO'larda da hisse fiyatının nominal değerinin altına düşmesinden dolayı sermayenin piyasada arttırılmadığı, ancak eldeki projelerin tamamlanması amacıyla büyük ortakların bu fiyatlarla dahi sermaye koymaya razı oldukları durumlar oluşmaktadır. Bu yüzden halka açılmış GYO'larda da, sermaye artırımlarında halka açıklık oranının yasal sınırın altına düşecek olmasından dolayı belirli bir süre içinde ikinci kez hisselerin halka arz edilmesi koşuluyla sermaye artırımına izin verilmelidir.

- Şirket yönetici ve çalışanlarına hisse senedi alım opsiyonları verilebilmelidir.
- GYO'ların ihraç edecekleri finansman bonoları ve varlığa dayalı menkul kıymetler için banka garantisi şartı aranmamalıdır¹⁵.

¹⁵ Aynı

Tebliğe yönelik olarak yapılan genel bir eleştiri Tebliğin diliyle ilgilidir. Tebliğin kanun diline uygun bir teknikle yazılmasının daha doğru olacağı belirtilmektedir. Çünkü bazı hükümlerin anlaşılması güç olmaktadır. Bunun sebebinin de GYO'ların Amerikan modelinin aynen tercümesi olduğu ifade edilmektedir.

3.5.4. GYO'larla İlgili Kanunlara İlişkin Bulgular ve Değerleme

Tebliğ dışında en çok kullandığımız kanunlar nelerdir sorusuna, 6 GYO yöneticisi Ser.P.K., 6 GYO yöneticisi TK, 4 GYO yöneticisi MK, 2 GYO yöneticisi Borçlar Kanunu, 2 GYO yöneticisi Tapu Kanunu, 2 GYO yöneticisi İcra İflas Kanunu, 2 GYO yöneticisi Hukuk Usulü Muhakemeleri Kanunu, 2 GYO yöneticisi Vergi Kanunları, 1 GYO yöneticisi Yapı Denetim Kanunu, 1 GYO Belediye Kanunu, 1 GYO Harçlar Kanunu olarak cevap vermiştir.

Bu sonuca göre Tebliğ dışında en çok kullanılan kanunlar sırasıyla Ser.P.K., TK, MK, Borçlar Kanunu, Tapu Kanunu, İcra İflas Kanunu, Hukuk Usulü Muhakemeleri Kanunu, Vergi Kanunları, Yapı Denetim Kanunu, Belediye Kanunu, Harçlar Kanunudur.

Araştırma kapsamındaki GYO yöneticilerine GYO'larla ilgili düzenleme getiren kanunlarda değişiklik yapılmasının gerekli olup olmadığı sorulmuş, 3 GYO yöneticisi değişikliğin gerekli olduğunu belirtirken, diğerleri değişikliğin gerekli olmadığını belirtmiştir.

Değişiklik yapılması istenen kanunlar ve konular şunlardır:

- Ticaret Kanunu: Anonim ortaklıklara kendi hisse senetlerini alma imkanı tanınmalıdır. Anonim ortaklıklar oluşan iskontoları azaltmak ve yatırımcılarını korumak amacıyla kendi hisse senetlerini alıp satabilmelidirler.

- Medeni Kanun: İpotek ve ipoteye bağlı menkul kıymetlerle ilgili hükümler yeniden düzenlenmelidir. Medeni Kanunda düzenlenen gayrimenkul teminat gösterilerek çıkarılan menkul kıymetler, ipotekli borç senedi, irat senedi ve gayrimenkul

rehni karşılığı tahvildir. Bu senetlerin ihraç formalitelerinin güç ve uzun olması, şekil şartlarının ağır olması, senetlerle ilgili hükümlerin bağımsız olmaması, ipotek, tapu siciline tescil, gayrimenkul mükellefiyeti ve gayrimenkul rehni ile ilgili hükümlerle ilişkili olması uygulama alanı bulmalarını zorlaştırmaktadır. Bu senetler, Ser.P.K.'nın öngördüğü şartları taşır ve ihraç koşullarında SPK düzenlemelerine uyulursa sermaye piyasası aracı olma niteliğini kazanabilir¹⁶.

- Tapu Kanunu: Bürokrasi azaltılmalı, yapılacak değişiklik ile mülkiyette şeffaflık sağlanmalıdır. GYO'lara yatırım yapacak tasarruf sahibi tapu dairelerinden bilgi alabilmelidir. Tapu dairelerinde yapılacak işlemlere yönelik düzenlemeler bilgi teknolojilerinden yararlanılarak standartlaştırılmalıdır. Tapu kadastro bilgileri bilgisayar ortamında kolay ulaşılır bir hale getirilmelidir.

- İcra İflas Kanunu: Haciz işlemleri hızlandırılmalıdır. İpotek kredisi alanların bu kredileri geri ödeyememeleri durumunda, krediyi veren kurum ipotekli konutu haciz ettirip satma ve kredi borcunun bakiyesini tahsil etme imkanına sahiptir. Kredi veren kurumlar, verdikleri kredileri, kendileri de borçlanarak sağlamaktadırlar. Dolayısıyla krediler geri ödenmediğinde borçlanmış oldukları tarafa yükümlülüklerini yerine getiremeyeceklerdir. Geri ödenemeyen kısım az ise kredi veren kurumun bünyesi bunu taşıyabilir fakat geri ödememelerin artmasıyla kredi veren kurum iflas edebilir. Bu da sistemi işlemez hale sokar. Bu yüzden geri ödenmeyen kredilerle ilgili haciz işleminin hemen başlaması ve kredi veren kurumun alacağı bu kurumun kasasına girmesi gerekmektedir. Türkiye'de haciz işlemleri oldukça uzun bir zaman almakta ve en basit bir haciz işlemi bile yıllar sürmektedir. Bu durum zamanla, ipotek kredisi verebilecek kurumların bu kredileri vermekten kaçınmasına sebep olacaktır. Dolayısıyla ipotek kredilerine dayalı olarak ihraç edilecek menkul kıymetlerin yaygınlaşması ve bunların ikincil piyasalarının oluşumu zorlaşacaktır.

- Vergi Kanunları, Harçlar Kanunu: Vergi teşvik edici olarak kullanılmalı, GYO'lara uygulanan KDV oranı düşürülmelidir. Gayrimenkul alım satım sözleşmeleri

¹⁶ Ekren ve Gürbüz, a.g.e., s.84.

ile gayrimenkul kiralama sözleşmelerinde GYO'lar lehine damga vergisi indirimine gidilmeli, tapu harçlarında bazı kolaylıklar sağlanmalıdır.

- 6570 Sayılı Gayrimenkul Kiraları Hakkında Kanun: Kiracıları koruma amacıyla çıkarılan bu kanun, GYO'ların kiralayan konumunda olduğu kira sözleşmelerinin uygulanmasında yetersiz kalmakta ve gayrimenkullerini kiraya veren GYO'ları zor durumda bırakmaktadır. Ayrıca GYO Tebliği ile çelişkili hükümleri vardır. Dolayısıyla küçük yatırımcı bundan zarar görmektedir. Kira kanununda değişiklik yapılarak yatırımcı hakları korunmalıdır.
- İmar Kanunu ve Belediye Mevzuatı: Bürokrasi azaltılmalı, kamu ve belediyeler sadece düzenleyici, denetleyici ve teşvik edici olmalıdır. İmar Kanunu ve belediye mevzuatı Avrupa Birliği mevzuatı ile uyumlaştırılmalıdır.

Bunlar dışında ipotekli krediler ile ilgili yasal yapının hazırlanması için banka ve sigorta mevzuatında değişiklikler yapılmalıdır.

3.5.5. GYO Sektörünün Sorunlarıyla İlgili Bulgular ve Değerleme

Araştırmaya dahil olan GYO yöneticilerine GYO'ların karşılaştıkları sorunların neler olduğu sorulmuş, 6 GYO yöneticisi KDV ve harç oranlarının yüksekliği, 2 GYO yöneticisi GYO mevzuatından kaynaklanan sorunlar, 2 GYO yöneticisi portföyde yer alan gayrimenkullerle ilgili sorunlar, 2 GYO yöneticisi finansman yetersizliği, 1 GYO yöneticisi talep yetersizliği, 1 GYO yöneticisi bürokratik engeller, 1 GYO yöneticisi İmar ve Yerel Yönetimler Mevzuatı, 1 GYO yöneticisi altyapısı tamamlanmış arazi eksikliği, 1 GYO yöneticisi borsada yaşanan sorunlar olarak ifade etmişlerdir.

Elde edilen sonuçlara göre GYO'ların tümü birinci sorun olarak KDV ve harç oranlarının yüksekliğini belirtmiştir. KDV'nin yüksekliği, gayrimenkul sektöründe kayıt dışında çalışan şirketlere karşı rekabeti GYO'lar aleyhine bozmaktadır. GYO'ların karşılaştıkları diğer sorunlardan biri, portföylerinde yer alan gayrimenkullerin kiralanması, satılmasıyla ilgili yaşadıkları ihtilaflardır. Örneğin, kiracılarla tahliye,

alacak davaları gibi. GYO mevzuatından kaynaklanan sorunlar, finansman ve talep yetersizliği, bürokratik engeller, İmar Kanunu ve Yerel Yönetimler Mevzuatı ile ilgili yaşanan sorunlar, altyapısı tamamlanmış arsa eksikliği, borsanın sığılığı nedeniyle yaşanan sorunlar, GYO'ların karşılaştıkları diğer sorunlardır.

GYO'lar, devletin kamu şirketlerini GYO yapması, kendi GYO'larını yaratması yerine mevcut GYO'ları teşvik etmesini istemektedirler. Örneğin, Emlak GYO kanun hükmünde kararname ile kurulmuş bir gayrimenkul yatırım ortaklığıdır¹⁷.

GYO yöneticilerine, ekonomik krizin, ekonomik ve siyasi istikrarsızlığın etkileri sorulduğunda, 6 GYO yöneticisi yeni projelere girilememesi, 2 GYO yöneticisi mevcut projelerin yavaşlaması, 2 GYO yöneticisi hisse senetlerinin değer kaybetmesi, 2 GYO yöneticisi portföy gelirlerinin azalması, 1 GYO yöneticisi gayrimenkullerin verimli değerlendirilememesi olarak ifade etmişlerdir.

Ekonomik kriz, ekonomik ve siyasi istikrarsızlık tüm sektörleri olduğu gibi GYO sektörünü de olumsuz etkilemiştir. Proje aşamasında bulunan GYO'lar projelerini yavaşlatmış, yeni projelere girilmemiş, GYO'ların hisse senetleri borsada değer kaybetmiş ve hisse senetlerine olan ilgi düşmüştür. GYO'ların portföy gelirlerinde azalma olmuştur. Kira geliri elde eden GYO'lar döviz cinsinden kira bedellerini indirmişler veya TL'ye dönüştürmüşlerdir. GYO'lar bekleme sürecine girmişlerdir. Bu süre içinde sektörün problemleri yoğun şekilde tartışılıp, tanıtım yapılmıştır. Gayrimenkuller verimli olarak değerlendirilememiştir. Ekonomik ve siyasi istikrarsızlık uzun vadeli planların yapılmasına engel olduğu gibi yabancı yatırımcının gelmesine de engel olmaktadır.

Yabancı yatırımcıların Türk GYO'larına nasıl çekilebileceği sorusunu, 4 GYO yöneticisi tanıtımın artırılmasıyla, 4 GYO yöneticisi ekonomik ve siyasi istikrarın sağlanmasıyla, 2 GYO yöneticisi uluslararası çalışmaların artırılmasıyla, 2 GYO yöneticisi düzenli kâr payı dağıtılmasıyla olarak ifade etmişlerdir.

¹⁷ Resmi Gazete, 29.Aralık 1999, Sayı: 23921

Yabancı yatırımcıların gelmesi için gereken en önemli unsur ekonomik ve siyasi istikrardır. Ekonomik ve siyasi istikrarın sağlanması yabancı kaynak akışını hızlandıracak ve kaynak akışı GYO sektörüne de yansiyacaktır. Olumlu yöndeki gelişmeler GYO'ların yeni projelere yönelmelerine yol açacak ve GYO'ların gelirleri artacaktır. Gelirlerin artmasıyla ortaklara kâr payı dağıtılabilecektir. Bu da yabancı yatırımcıyı Türk GYO'larına çekecektir. Yabancı yatırımcıların gelmesi için ayrıca tanıtımın artırılması, uluslararası çalışmaların artırılması, uluslararası kuruluşlara üye olunması gerekmektedir.

Araştırma kapsamındaki GYO yöneticilerine, GYO'ların denetimi konusunda herhangi bir değişiklik önerip önermedikleri sorulmuş, yöneticilerin tümü değişiklik önermediklerini ifade etmişlerdir. GYO'ların denetimi yoğun olarak SPK ve İMKB tarafından yapılmaktadır. Bütün genel kurul toplantılarına Ticaret Bakanlığı Komiseri dışında SPK'dan bir görevli katılmaktadır. Bağımsız denetim şirketlerine de 6 ayda bir denetim yaptırılmaktadır.

Türkiye'de ipotek (mortgage) sisteminin neden uygulanamadığı sorusunu, 4 GYO yöneticisi ekonomik ve siyasi istikrarsızlık, 4 GYO yöneticisi enflasyon ve faiz oranlarının yüksekliği, 2 GYO yöneticisi hukuki altyapı eksikliği, 1 GYO yöneticisi de kaynak yetersizliği olarak ifade etmişlerdir.

Ekonomik ve siyasi istikrarsızlık yabancı yatırımcının gelmesini önlediği gibi ipotek sisteminin uygulanamamasına da neden olmaktadır. Yüksek enflasyon ve faiz oranlarının dalgalı ve yüksek olması ipotek sisteminin uygulanmasını imkansız kılmaktadır. İpotek sistemi ile ilgili gerekli hukuki altyapı da henüz kurulmamıştır. Bu konuda mevzuat boşluğu vardır. Medeni Kanunda, İcra İflas Kanununda, banka mevzuatında değişiklikler yapmak gerekmektedir. Bunların dışında ipotek sisteminin kurulabilmesi için kaynak yetersizliği vardır.

Araştırma kapsamındaki GYO yöneticilerine göre, tüm olarak gayrimenkul sektörünün sorunları, sektördeki kayıt dışı işlemlerin varlığı, sektörün potansiyelinin

anlaşılmasını ve bürokrasidir. Bürokrasinin azaltılması için yasal düzenlemeler yapılmalıdır.

GYO yöneticilerine, GYO'ların geleceğini nasıl gördükleri de sorulmuş, GYO yöneticilerinin tümü olumlu, gelişime açık, şimdikinden çok daha iyi bir durumda olarak belirtmişlerdir. Gelişimin ekonomiye bağlı olduğu, genç nüfus artışından dolayı Türkiye'nin konuta ihtiyacının artacağı ve bunun GYO'lara büyük bir etkisinin olacağı ifade edilmektedir. GYO'lar henüz gelişme dönemini yaşamaktadırlar.

SONUÇ

GYO'lar; 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 tebliğde izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumlarıdır.

Gayrimenkule bağlanan değerler ekonomiye kazandırılmadığı sürece ölü yatırım olarak değerlendirilmektedir. Bu değerlerin hareket kazanması ve ekonomik sisteme katılması, değerlerin menkul kıymetleştirilmesiyle olur. GYO'lar gayrimenkulleri menkulleştirerek likit hale getirebilirler. Böylece atıl durumdaki kaynaklar sermaye piyasasına ve dolayısıyla ülke ekonomisine kazandırılabilir. Büyük gayrimenkul projelerinin finansmanı için kaynak bulunur, gayrimenkullerin uzman kişilerce, rasyonel ve verimli bir yöntemle değerlendirilmesi sağlanır. GYO'lar küçük yatırımcıların büyük ölçekli gayrimenkul yatırımlarına katılabilmelerine de imkan sağlar.

GYO'lar ilk kez ABD'de ortaya çıkmıştır. GYO'ların ortaya çıkmasına sebep olan görüş, sadece çok büyük kaynaklarla yapılabilecek gayrimenkul yatırımlarını GYO'ların küçük yatırımcıların tasarruflarını biraraya getirerek yapabilecek bir potansiyele sahip olmaları ve dolayısıyla GYO'lar lehine bir vergi koruması gerektiği görüşüdür.

GYO'lara ellerinde değerli gayrimenkuller bulunan gerçek ve tüzel kişileri ortak olmaya teşvik etmek amacıyla diğer sermaye piyasası kurumlarına göre istisnai bir olanak tanınmıştır. Diğer sermaye piyasası kurumlarında, ödenmiş sermayenin tam ve

nakden ödenmesi koşulu vardır. GYO'larda ise ödenmiş sermayenin %25'inin nakden ödenmesi zorunludur ve aynı sermaye koyma olanağı vardır. Buna göre GYO'lara kuruluşlarında ve sermaye artırımlarında TTK hükümleri çerçevesinde aynı sermaye konulabilir.

ABD'de GYO'ların halka açılmaları konusunda bir zorunluluk yoktur. Hisse senetleri borsada işleme konu olmayan ve tezgah üstü piyasalarda alınıp satılmayan GYO'lar özel GYO olarak isimlendirilmektedir. Türkiye'de ise GYO'ların kayıtlı sermayeli anonim ortaklık şeklinde kurulmaları ve çıkarılmış sermayelerinin %49'u oranındaki hisse senetlerini tebliğde belirlenen süre ve esaslar dahilinde halka arz etmeleri zorunludur.

ABD'de GYO'lar, Ulusal Gelir Kanununda 1960 yılında yapılan ve 1 Ocak 1961'den itibaren yürürlüğe giren değişiklikle ortaya çıkan bir ortaklık türüdür. GYO'ların oluşumu ve işleyişi ile ilgili hükümler Ulusal Gelir Kanununun 856-860 bölümlerinde düzenlenmiştir.

Türk hukukunda GYO'lar, SerPK'nın 32-35-36. maddelerinde ve önemli ölçüde SPK'nın Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde düzenlenmiştir. SerPK'da hüküm bulunmayan hallerde Medeni Kanun, Borçlar Kanunu, Türk Ticaret Kanunu ve diğer kanunlarda yer alan genel hükümler uygulanır.

ABD hukukunda Ulusal Gelirler Kanununa göre GYO'lar, anonim ortaklık şeklinde ve trust şeklinde kurulabilirler. Kurulduktan sonra da UPREIT ve DOWNREIT olarak iki türlü daha yapılabilmektedir. Türk hukukunda GYO'ların hukuksal yapısına ilişkin olarak ortaklık şekli benimsenmiştir, GYO'lar anonim ortaklık şeklinde kurulabilir. Tebliğ ile belirlenen özel hükümlerin haricinde TTK'ya tabi bir anonim ortaklıktır.

GYO Tebliğine göre ani kuruluşta kuruculardan, dönüşümde ise mevcut ortaklardan en az birisinin lider girişimci olması gerekir. Lider girişimci, ortaklıkta tek başına veya biraraya gelerek sermayenin %25'i oranında pay sahibi olan ortak ya da

ortaklardır. Bu düzenlemenin amacı lider girişimcinin taşınması gereken niteliklerden hareketle lider girişimcinin şahsında ortaklığın güvenilirliğini sağlamaktır.

ABD hukukunda GYO'lar, vergilendirilebilir gelirin %90'ını temettü olarak pay sahiplerine dağıtmak zorundadırlar. Türk hukukunda ise, hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıklar, dolayısıyla GYO'lar için kâr dağıtım zorunluluğu kaldırılmıştır. Kar dağıtımında SerPK'nın 15. maddesi ve SPK tebliğlerine uyulur. Birinci temettü tutarının esas sözleşmede gösterilmesi zorunludur. Birinci temettü tutarı, hesap dönemi kârından kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir kârın %20'sinden az olamaz.

GYO'ları diğer halka açık anonim ortaklıklardan farklı kılan bir özellik bağımsız yönetim kurulu üyeleridir. ABD'de New York Borsası (NYSE), American Borsası (AMEX), NASDAQ Ulusal Piyasa Sistemi ve diğer menkul kıymet borsaları kendilerine kote olmuş şirketlerin yönetim kurullarında en az iki bağımsız yönetim kurulu üyesinin bulunmasını zorunlu kılmaktadır. Kuzey Amerika Menkul Kıymet Yöneticileri Birliği (NASAA) uygulama ilkeleri, yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun bağımsız olmasını gerektirmektedir. Ulusal Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Birliği (NAREIT), kendilerine üye şirketlerin yönetim kurullarında bağımsız üyelerin çoğunlukta olmasını zorunlu kılmaktadır. NASAA uygulama ilkelerine göre bağımsız yönetim kurulu üyesi son iki yıldır doğrudan veya dolaylı olarak GYO'nun sponsoru veya danışmanı ile birlikte çalışmamış veya çalışmayan kişilerdir. Türk hukukunda ise, yönetim kurulu üyelerinin en az 1/3'ünün bağımsız olması zorunludur. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin bulunmasındaki amaç yönetimde etkinliği ve bağımsızlığı sağlamaktır. Kararların iş, sermaye, akrabalık ve iştirak bağlarından bağımsız olarak alınmasına yardımcı olmaktadır.

Bu çalışmada Türkiye'de GYO'ların karşılaştıkları hukuki sorunların belirlenmesi ve GYO mevzuatının sektörün ihtiyacına ne ölçüde cevap verdiğinin tespit edilmesi amacıyla betimsel bir araştırma yapılmıştır. Araştırmanın çalışma evrenini SPK ve İMKB'ye bağlı GYO'lar oluşturmaktadır.

Araştırma sonucunda GYO yöneticilerinin mevcut tebliği genel olarak yeterli buldukları fakat bazı konularda değişiklik yapılmasını istedikleri ortaya çıkmıştır.

Tebliğ düzenlemeleriyle ilgili sorulara verilen cevaplar sonucunda Tebliğin kuruluş ve dönüşüm şartları, kurucuların nitelikleri, lider girişimciye ilişkin özel şartlar, yönetim kurulu üyelerinin, denetçilerin ve genel müdürün taşınması gereken nitelikler, yönetim kurulunun oluşumu ile ilgili düzenlemelerin yeterli olduğu ve herhangi bir değişikliğin talep edilmediği ortaya çıkmıştır.

Tebliğde yer alan, GYO'ların faaliyetleri, portföyün oluşturulması, portföy değeri tablosu, borçlanma sınırı, gayrimenkul değerlendirme ile ilgili düzenlemelerde değişiklik yapılması gerektiği belirlenmiştir. Değişiklik önerileri şunlardır:

- Likit yatırım oranı arttırılmalıdır.
- GYO'ların kendi gayrimenkullerini işletmelerine izin verilmelidir.
- GYO'lar kendi hisse senetlerini satın alabilmelidir.
- GYO'lar danışmanlık hizmeti verebilmelidir.
- Tüm yatırım sınırlamaları ve ülkelerarası yatırımlara ilişkin sınırlamalar kaldırılmalıdır.
- GYO'ların borçlanma sınırları kaldırılmalıdır.
- Portföydeki bir projenin gerçekleştirilmesi için kredi temini amacıyla diğer gayrimenkuller teminat olarak gösterilebilmelidir.
- Gayrimenkul değerlendirme ile ilgili düzenlemeler Tebliğde yer almayıp ayrıca düzenlenmelidir.
- Ekspertiz şirketlerinin sayısı arttırılmalıdır.
- Ekspertiz şirketlerinin belirlenmesinde şirket adlarının açıklanması yerine, gerekli niteliklere sahip lisanslı şirketleri baz alan sınırlamalar kullanılmalıdır.

Bunlar dışında Tebliğ düzenlemeleriyle ilgili görüş ve öneriler şunlardır:

- Grup içi işlemler sınırlandırılmalıdır.
- GYO'ların özsermaye yeterliliği artırılmalıdır.

- GYO'lar halka açılmadan önce mevcut ortakların sermaye artırımına izin verilmelidir.
- Şirket yönetici ve çalışanlarına hisse senedi alım hakkı verilebilmelidir.

Tebliğe yönelik olarak yapılan genel bir eleştiri Tebliğin diliyle ilgilidir. Tebliğin kanun diline uygun bir teknikle yazılmasının doğru olacağı belirtilmektedir. Çünkü bazı hükümlerin anlaşılması güç olmaktadır. Bunun böyle olmasının sebebinin Amerikan modelinin aynen tercümesi olduğu ifade edilmektedir.

GYO'larla ilgili düzenleme getiren kanunlarla ilgili sorulara verilen cevaplar sonucunda değişiklik yapılması istenen kanunlar ve konular şunlardır:

- Ticaret Kanunu: Anonim ortaklıklara kendi hisse senetlerini alma imkanı tanınmalıdır.
- Medeni Kanun: İpotek ve ipotége bağlı menkul kıymetlerle ilgili hükümler yeniden düzenlenmelidir.
- Tapu Kanunu: Bürokrasi azaltılmalı, yapılacak değişiklik ile mülkiyette şeffaflık sağlanmalıdır.
- İcra İflas Kanunu: Haciz işlemleri hızlandırılmalıdır.
- Vergi Kanunları, Harçlar Kanunu: Vergi teşvik edici olarak kullanılmalı, KDV oranı ve harçların oranı düşürülmelidir.
- 6570 Sayılı Gayrimenkul Kiraları Hakkında Kanun: GYO Tebliği ile çelişkili hükümleri vardır. Gayrimenkullerini kiraya veren GYO'ları zor durumda bırakmaktadır. Dolayısıyla küçük yatırımcı bundan zarar görmektedir. Kira kanununda değişiklik yapılarak yatırımcı hakları korunmalıdır.
- İmar Kanunu ve Belediye Mevzuatı: Bürokrasi azaltılmalı, kamu ve belediyeler sadece düzenleyici, denetleyici ve teşvik edici olmalıdır. İmar Kanunu ve Belediye Mevzuatı Avrupa Birliği mevzuatı ile uyumlaştırılmalıdır.

Kısaca, GYO'lar gayrimenkulleri menkul kıymetleştirerek likit hale getirebilir ve atıl durumdaki kaynakları sermaye piyasasına ve ülke ekonomisine kazandırabilirler. Bu nedenle geliştirebilmeleri ve kayıt dışı gayrimenkul sektörü ile rekabet edebilmeleri için

teşvik edilmeleri gerekir. GYO mevzuatının, GYO'ların karşılaştıkları hukuki sorunların çözümüne cevap verir nitelikte olması gerekmektedir. GYO Tebliğinde gerekli değişiklikler yapılmalı, ilgili kanunlarda değişiklik yapılması istenen konularda yeni düzenlemelere yer verilmelidir. GYO'lar için önemli sorunlardan biri olan vergiye yönelik teşvikler artırılmalı, bürokrasi azaltılmalıdır. GYO'ların tüm faaliyetleri şeffaf ve yasal bir şekilde yapıldığından, devlet, gayrimenkul alım satım vergilerini kolaylıkla takip ve tahsil edebilmektedir. GYO'ların sayısı arttıkça ekonomik hareketlerin kayıt altına alınması imkanı da artacaktır.

ABD ve Avrupa ülkelerinde GYO'lar özel kanunlarla düzenlendiği halde, Türkiye'de SPK Tebliği ile düzenlenmiş sermaye piyasası kurumlarıdır. Türkiye açısından olması gereken, ABD ve Avrupa ülkelerinde olduğu gibi GYO'ların kuruluş ve işleyiş esaslarının kanunla düzenlenmesidir. Kısa dönemde yapılması gereken ise, GYO Tebliğinde gerekli değişikliklerin yapılması, özellikle de Tebliğin kanun diline uygun bir hale getirilmesidir.

GYO'lar küçük tasarrufları biraraya getirerek büyük yatırımları finanse edebilirler. Bugün alışveriş merkezleri, iş merkezleri ve konut yatırımlarını finanse eden GYO'lar, gelecekte limanlar, hastaneler, havaalanları gibi büyük yatırımların finansmanında yer alacaklardır.

Türkiye'de GYO'lar henüz gelişme dönemindedirler. Önümüzdeki dönemde, artan nüfus ile birlikte konut ve işyeri açığının büyümesi ve azalan enflasyona bağlı olarak hazine bonusu, döviz, repo gibi yatırım olanaklarının getirisinin azalması, GYO hisse senetlerine olan talebi arttıracaktır.

EK 1

ANKET FORMU

Yapılmakta olan doktora tez çalışmasının önemli bir bölümünü oluşturacak olan bu anket, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının (GYO) karşılaştıkları hukuki sorunları ve GYO mevzuatını oluşturan Tebliğ ve kanunların sektörün ihtiyacına ne ölçüde cevap verdiğini belirlemeyi amaçlamaktadır. Anket formu Türkiye’de faaliyet gösteren GYO’ların çalışmalarına yöneliktir. Anket formunu cevaplamak için ayıracağınız zaman ve değerli görüşleriniz bilimsel bir çalışmanın tamamlanmasına önemli katkılar sağlayacaktır. Bu anket ile elde edilecek veriler toplu olarak değerlendirileceğinden şirket adlarının açıklanması kesinlikle söz konusu değildir.

Anketimize katıldığınız, zaman ayırdığınız ve değerli katkılarda bulunduğunuz için teşekkür ederiz.

SAYGILARIMIZLA
Uzman Hülya GÖKTEPE
Anadolu Üniversitesi-İ.İ.B.F.
Yunusemre Kampüsü, 26470
ESKİŞEHİR
Tel: 0-222-3350581/3215,3251

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI İÇİN KİMLİK BİLGİLERİ

1. Şirket adı:
2. Anket formunu yanıtlayan kişinin şirket içindeki unvanı:
3. En son bitirdiği okul:
4. Şirkette çalıştığı süre:
5. Şirketin kurulduğu ve faaliyete geçtiği tarih:
6. Şirketin ortakları ve ortaklık payları:
7. Şirketin hukuk departmanı var mıdır?
() EVET
() HAYIR

8. Cevabınız "EVET" ise hukuk departmanında kaç kişi çalışmaktadır?

9. Cevabınız "HAYIR" ise hukuki sorunlarda kime danışılmaktadır?

İKİNCİ BÖLÜM

1. Şirketinizde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Tebliğ hangi düzeyde kullanılmaktadır?

- ÇOK YOĞUN OLARAK KULLANILMAKTADIR
 KISMEN KULLANILMAKTADIR
 HIÇ KULLANILMAMAKTADIR

2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Tebliğin yeterliliği ile ilgili genel değerlendirmeniz nedir?

- KESİNLİKLE YETERLİ
 YETERLİ
 KARARSIZIM
 YETERSİZ
 KESİNLİKLE YETERSİZ

3. Tebliğde yer alan kuruluş ve dönüşüm şartlarının yeterli olduğunu düşünüyor musunuz?

- EVET (5. soruya geçiniz)
 HAYIR

4. Cevabınız "HAYIR" ise şartlarda nasıl değişiklik yapılabilir?
 Hangi şartlar eklenebilir?

.....
 Hangi şartlar çıkartılabilir?

.....
 Hangi şartlarda değişiklik yapılabilir?

.....

5. Tebliğde yer alan kurucuların niteliklerini yeterli buluyor musunuz?

- EVET (7. soruya geçiniz)
 HAYIR

6. Cevabınız "HAYIR" ise sizce ne gibi değişiklikler yapılmalıdır?

7. Tebliğde bulunan lider girişimciye ilişkin özel şartlar konusunda değişiklik yapılmalı mıdır?
 EVET
 HAYIR (9. soruya geçiniz)
8. Cevabınız "EVET" ise lider girişimciye ilişkin özel şartlar nasıl değiştirilebilir?
Gerçek kişiler açısından;
.....
.....
Tüzel kişiler açısından;
.....
.....
9. Tebliğde yer alan yönetim kurulu üyelerinin, denetçilerin ve genel müdürün taşınması gereken nitelikleri yeterli buluyor musunuz?
 EVET (11. soruya geçiniz)
 HAYIR
10. Cevabınız "HAYIR" ise niteliklerde nasıl değişiklik yapılabilir? Lütfen açıklayınız.
Yönetim kurulu üyeleri açısından;.....
.....
Denetçiler açısından;.....
.....
Genel müdür açısından;.....
.....
11. Yönetim kurulunun oluşumu, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin kimlerden oluşacağı ve yönetim kurulu üyelerine getirilen yasakların yetersiz olduğunu düşünüyor musunuz?
 EVET
 HAYIR (13. soruya geçiniz)
12. Cevabınız "EVET" ise hangi değişiklikler yapılmalıdır? Lütfen açıklayınız.
Yönetim kurulunun oluşumu açısından;.....
.....
Bağımsız yönetim kurulu üyeleri açısından;.....
.....
Üyelere getirilen yasaklar açısından;.....
.....
.....

13. Sizce bağımsız yönetim kurulu üyeleri işlevlerini yerine getirmekte midir?
 EVET (15. soruya geçiniz)
 HAYIR

14. Cevabınız "HAYIR" ise sebebini açıklayınız?

.....

15. Sizce bağımsız yönetim kurulu üyeleri hangi mesleklerden seçilmelidir?

.....

16. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının faaliyet kapsamı, yapamayacakları işler, yapabilecekleri işler ve yatırımlarına ilişkin yasakların yeterli olduğunu düşünüyor musunuz?
 EVET (18. soruya geçiniz)
 HAYIR

17. Cevabınız "HAYIR" ise hangi konularda ne tür değişiklikler önerirsiniz? Lütfen açıklayınız.

.....

18. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının portföy oluşturması, çeşitlendirmesi, sınırlandırması konularında değişikliğin yapılması gerektiğini düşünüyor musunuz?
 EVET
 HAYIR (20. soruya geçiniz)

19. Cevabınız "EVET" ise nasıl değişiklikler yapılmalıdır? Lütfen açıklayınız.

.....

20. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının **kredi kullanımı ve borçlanma sınırlarında değişiklik** yapılmalı mıdır?

() EVET

() HAYIR (22. soruya geçiniz)

21. Cevabınız "EVET" ise ne tür değişiklikler yapılabilir? Lütfen açıklayınız.

.....

.....

.....

.....

.....

22. **Aylık portföy değeri tablosunun gerekliliği** konusunda ne düşünüyorsunuz?

Gerekli olduğunu düşünüyorsanız sebebini açıklayınız.....

.....

Gereksiz olduğunu düşünüyorsanız sebebini açıklayınız.....

.....

23. Tebliğde yer alan **gayrimenkul değerlendirme ve ekspertiz şirketleriyle ilgili düzenlemeleri yeterli** buluyor musunuz?

() EVET (25. soruya geçiniz)

() HAYIR

24. Cevabınız "HAYIR" ise sizce ne tür değişiklikler yapılmalıdır? Lütfen açıklayınız.

.....

.....

.....

.....

.....

25. Bunlar dışında Tebliğe ilişkin görüş ve önerileriniz nelerdir?

.....

.....

.....

.....

.....

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

1. Tebliğ dışında en çok kullandığımız kanunlar nelerdir? Birden fazla işaretleme yapabilirsiniz.

- () Ticaret Kanunu
 () Medeni Kanun
 () Borçlar Kanunu
 () Sermaye Piyasası Kanunu
 () Tapu Kanunu
 () Vergi Kanunları
 () Finansal Kiralama Kanunu
 () İcra İflas Kanunu
 () Hukuk Usulü Muhakemeleri Kanunu
 () Noterlik Kanunu
 () İdari Yargılama Usulü Kanunu
 () Diğer. Lütfen açıklayınız.....

2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) mevzuatını oluşturan kanunlar sektörün ihtiyacına cevap verir nitelikte midir?

- () EVET (4. soruya geçiniz)
 () HAYIR

3. Cevabınız "HAYIR" ise hangi kanunlarda ne tür değişiklikler yapılmalıdır? Lütfen açıklayınız.

.....

4. GYO'ların karşılaştıkları hukuki sorunlar nelerdir? Lütfen açıklayınız.

.....

5. GYO sektörünün diğer sorunları nelerdir? Lütfen açıklayınız.

.....

6. Ekonomik kriz GYO'ları nasıl etkiledi? Krizi aşmak için neler yapıldı ve yapılıyor?

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

7. Ekonomik ve siyasi istikrarsızlık GYO'ları nasıl etkiliyor?

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

8. Yabancı yatırımcılar Türk GYO'larına nasıl çekilebilir?

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

9. GYO'ların denetimi nasıl yapılmaktadır? Bu konuda herhangi bir değişiklik önerir misiniz?

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

10. Mortgage (ipotek) sistemi Türkiye'de neden uygulanamıyor? GYO'lar bu konuda neler yapabilir?

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

11. Tüm olarak gayrimenkul sektörünün sorunları ve çözüm yolları nelerdir?

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

12. GYO'ların geleceğini nasıl görüyorsunuz? Lütfen açıklayınız.

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

NOT: Ankete katıldığınız ve soruları içtenlikle cevapladığınız için teşekkür ederiz. Anket uygulaması ile ilgili size yönelttiğimiz sorular itibariyle eksik bıraktığımız sizce bilinen konular varsa aşağıdaki boşluğa yazmanızı önemle rica ederiz.

GÖSTERDİĞİNİZ İLĞİYE TEŞEKKÜR EDERİZ.

EK 2**ÖRNEK ANKET KODLAMA ANAHTARI**

GYO'lar	Araştırma Sorusu	Cevap (Doğrudan Alıntı)
1	Üçüncü Bölüm-4	GYO'ların kuruluş ve yapılanmaları sebebiyle yaşadıkları doğrudan bir ihtilaf bulunmamaktadır. Mevzuat yeterli düzeydedir.
2	Üçüncü Bölüm-4	İmar ve Belediye Mevzuatı Ticaret Kanunu sınırları Medeni Kanun hükümleri/örneğin, ipoteğe dayalı işlemler
3	Üçüncü Bölüm-4	Yeni bir sektör olduğu için, GYO'ların mevzuatına herkes aşına olmadığı için hukuki sorunlar yaşanabilir.
4	Üçüncü Bölüm-4	Türkiye'de yeni uygulanmaya başlanan bir sistem olarak GYO olmamız nedeniyle yaşadığımız bir hukuki sorun olmamakla birlikte, portföyümüzde yer alan gayrimenkullerin kiralanması veya satılmasıyla ilgili çeşitli hukuki ilişkiler içinde bulunmaktayız.
5	Üçüncü Bölüm-4	-----
6	Üçüncü Bölüm-4	-----
GYO'lar	Araştırma Sorusu	Cevap (Doğrudan Alıntı)
1	Üçüncü Bölüm-5	GYO'ların portföylerinde yer alan taşınmazlar sebebiyle yaşadıkları hukuki ihtilaflar bulunmaktadır. Örneğin, kiracılarla tahliye, alacak davaları v.s.
2	Üçüncü Bölüm-5	-Sığ bir borsa -Talep yetersizliği -Sermaye yetersizliği -Corporate governance yetersizliği
3	Üçüncü Bölüm-5	Vergi oranlarının düşürülmesi faydalı olabilir.
4	Üçüncü Bölüm-5	Temel olarak inşaat ve gayrimenkul sektörü içinde yer alan GYO'lar genel ekonomik ve demografik değişimlerden direk olarak etkilenen bir yapıya sahiptirler. Ekonomide istenen noktaya gilememesi GYO'larda en önemli sorun olarak karşımıza çıkmaktadır. Diğer taraftan gerekli altyapısı tamamlanmış arazi eksikliği; finansman yetersizliği, proje yatırımlarında yüksek KDV yükü ve bürokratik engeller de GYO sektörünün sorunları olarak sıralayabiliriz.
5	Üçüncü Bölüm-5	Haksız rekabet, kayıt dışı işlemler

6	Üçüncü Bölüm-5	KDV oranları ciddi olarak sektörü etkiliyor. Ser.P.K.'da bir değişiklik yapıp KDV oranları kaldırılrsa bile KDV yasasında değişiklik yapılmadan bir anlam ifade etmiyor.
GYO'lar	Araştırma Sorusu	Cevap (Doğrudan Alıntı)
1	Üçüncü Bölüm-6	Ekonomik kriz, portföyde yer alan taşınmazların kiracılarını etkilediği için, yatırımların gerçekleşmemeleri, taşınmazların rantabl değerlendirilmesi mümkün olamadı.
2	Üçüncü Bölüm-6	Yeni yatırımlara girilmedi
3	Üçüncü Bölüm-6	İnşaat ve gayrimenkul sektörü, ekonominin lokomotifi olması sebebiyle, ekonomik krizlerden ilk önce ve en fazla etkilenen sektör oldu. Yatırımlar durma noktasına geldi. GYO'lar da "gayrimenkul yatırımı" ana eksenli şirketler olduğu için, bu dönemde hemen hemen tüm GYO'lar bekleme sürecine girdi. Bu süre içinde, sektörün problemleri yoğun şekilde tartışıldı ve tanıtım yapıldı.
4	Üçüncü Bölüm-6	Ekonomik kriz tüm sektörlerde olduğu gibi GYO sektörünü de olumsuz yönde etkilemiştir. Ekonominin yavaşlaması GYO'larında gelişmesini, sektörün yeni projelere yönelmesini, portföy gelirlerinde azalmalara yol açmıştır. Kriz ortamından etkilenme, GYO'ların mevcut portföy yapılarına göre değişiklik göstermekte bulunmaktadır. Kira geliri elde eden GYO'lar döviz cinsinden kira bedellerini indirme veya TL'ye dönüşmesini gerçekleştirmiştir. Proje aşamasında bulunan GYO'larda projelerini yavaşlatmıştır.
5	Üçüncü Bölüm-6	İnşaat sektörü krizlerde ilk yarayı alır ve son düzeler. Sektörün krizden çıkması ülkenin çıkmasına bağlı.
6	Üçüncü Bölüm-6	Krizler tüm sektörleri etkilediği gibi GYO'ları da olumsuz etkilemiştir. Uzun vadeli projelerin geliştirilmesinde karşılaşılan belirsizlik, tamamlanmış veya devam etmekte olan projelerde verimliliği artırma çabaları ile aşılmaya çalışılmaktadır.
GYO'lar	Araştırma Sorusu	Cevap (Doğrudan Alıntı)
1	Üçüncü Bölüm-7	Tedbirlerin zamanında alınamaması, hisse senetlerinin borsada değer kaybetmesi, gayrimenkullerin rantabl değerlendirilememesi.

2	Üçüncü Bölüm-7	Olumsuz yönde etkiliyor.
3	Üçüncü Bölüm-7	GYO'larda olumsuz etkileniyor. Yatırım yapma tereddütü doğuyor. İMKB bazında da, hisse senetlerine olan ilgi düşüyor.
4	Üçüncü Bölüm-7	Ekonomik ve siyasi istikrarsızlık, GYO'ları ekonomik kriz ortamının yanında siyasi istikrarsızlık da bulunması, doğal olarak tüm piyasaları ve şirketleri etkilediğinden, GYO'ların satışlarında azalma, mevcut projelerinde duraksama ve yeni projelerinde önünü göremediği için yatırım yapmama gibi olumsuz etkilemiştir.
5	Üçüncü Bölüm-7	Güven önemli, insanlar para harcamak yerine yabancı parada bekliyor.
6	Üçüncü Bölüm-7	BKZ: Soru 6
GYO'lar	Araştırma Sorusu	Cevap (Doğrudan Alıntı)
1	Üçüncü Bölüm-8	Uluslararası çalışmaların artırılması, GYODER'in daha fazla iletişim kurması, tanıtımın artırılması
2	Üçüncü Bölüm-8	Tanıtımın artırılması, ekonomik ve siyasi istikrar, Kâr dağıtılmadığı için gelmiyor olabilirler. Kâr dağıtmamanın sebepleri; enflasyon, gelişim-büyüme, vergi
3	Üçüncü Bölüm-8	-Etkili tanıtım -Ortak çalışma teşebbeleri -Uluslararası kuruluşlara üyelik ile
4	Üçüncü Bölüm-8	Türkiye ekonomisi ve siyasi istikrarsızlık olumlu yönde gelişmesi durumunda GYO'ların sorunlarının çözümlenmesi, yeni projelere yönelmeleri ve gelirlerinin artmasıyla ortaklarına düzenli kâr payı dağıtılması durumunda yabancı yatırımcıların Türk GYO sektörüne olumlu girişimlerde bulunacağı söz konusudur.
5	Üçüncü Bölüm-8	Çok kaliteli ve inandırıcı projeler lazım. Bir de tabii ülkenin güvenilir olması şart
6	Üçüncü Bölüm-8	Ekonomik ve siyasi istikrarın sağlanması ile yurt içine gelecek kaynak akışı GYO sektörüne de yansıtacak ve olumlu etkilerini gösterecektir.

KAYNAKÇA

Akçay Belgin, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**, Ankara: İşletme ve Finans Yayınları Yay.No:5,1999.

Akıntürk Turgut, **Temel Hukuk**, Eskişehir: T.C. Anadolu Üniv. Yay. No:17, AÖF Yay. No:6, 2000, s.225.

Aksoy Murat Uğur, "Yatırım Ortaklıklarının Almanya'daki Gelişimi ve Kuruluşu", **İktisat-Maliye Dergisi**, Cilt no:2, Sayı no:2 (1974).

Alsancak Sedat, "Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonları", **Yaklaşım**, Sayı No:3, Mart 1993.

Arkan Sabih, **Halka Açık Anonim Ortaklıkların Özellikleri ve Dış Denetimleri**, Ankara: Banka ve Tic. Hukuku Araştırma Enstitüsü, Türkiye İş Bankası Tesisi, Hukuk Fakültesi, Cebeci, 1976.

_____ **Ticari İşletme Hukuku**, Dördüncü Baskı, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Türkiye İş Bankası Vakfı-Hukuk Fakültesi, Yay. No:329, 1998.

Aydın Erkan, "Gelir ve Kurumlar Vergisi Uygulamaları Açısından Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonları", **Vergi Dünyası**, Sayı 224, Nisan 2000.

Aytaç Zühtü, "Sermaye Piyasası Yardımcı Kuruluşu Olarak Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları", **Türkiye'de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar Semineri)**, İstanbul: 1984.

Bahtiyar Mehmet, "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Kuruluş ve Faaliyete Geçiş Esasları", **Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu'na 65. Yaş Günü Armağanı**, İstanbul: İstanbul Üniv. Hukuk Fak. Yay. No:718, 1999.

_____ "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Önemi ve Yararları", **Dünya Gazetesi**, 2 Haziran 1999.

_____ "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Önemi, Yararları ve Bağlı Oldukları Hükümler", **Ankara Barosu Dergisi**, Yıl No:56, Sayı No:1999/2-3, Yıl 1999.

_____ **Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı**, İstanbul:Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş. Yay. No:643, Hukuk Dizisi:258, 1996.

Belando Enzo, "Real Estate Investment Funds in Switzerland", **Funds and Portfolio Management Institutions**, USA: 1991.

Benke William ve Fowler Joseph M., **All About Real Estate Investing From the Inside Out**, Chicago: Irwin Professional Publishing, 1995.

Bloomenthal Harold S., Roberts Holme & Owen, **Securities Law Handbook**, USA: Clark Boardman Calloghan, a Division of Thomson Legal Publishing Inc., 1996.

Boyras Cemal, "Gayrimenkullerin Menkulleştirilmesi Yöntemiyle Konut Finansmanının Sağlanması", **Bankacılar Dergisi**, Yıl No:8, Sayı No:22, Eylül 1997.

Brandon David L., "Federal Taxation of Real Estate Investment Trusts", **Real Estate Investment Trusts, Structure, Analysis, and Strategy**, Ed.:Richard T. Garrigan, John F.C. Parsons, New York: McGraw-Hill Companies, 1998.

Brueggeman William B. ve Fisher Jeffrey D., **Real Estate Finance and Investments**, 10.Baskı, USA: Times Mirror Higher Education Group Inc. Company, 1997.

Brueggeman William B., Fisher Jeffrey D. ve Stone Leo D., **Real Estate Finance**, Eight Edition, Boston: Irwin Homewood Inc., 1989.

Cummings Jack, **Real Estate Financing Manual A Guide To Money-Making Strategies**, New Jersey: Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1987.

Çolak A.Ender ve Alıcı Aşkın, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları A'dan Z'ye**, Ankara: SPK Yayını, Yay.No:136, 2001.

Derentel D.J., **Real Estate Investment Trust**, USA: 1995.

Ekren Nazım ve Gürbüz Osman, "Gayrimenkullerin Menkul Kıymetleştirilmesi", **Active**, Bankacılık ve Finans Dergisi, Yıl:1, Sayı no:5, Şubat-Mart 1999.

Ertuş Şeref, **Eşya Hukuku**, Genişletilmiş 2. Bası, Ankara: Dokuz Eylül Üniv. Hukuk Fakültesi Döner Sermaye İşletmesi Yayınları no:55,1995.

Esener Turhan ve Güven Kudret, **Eşya Hukuku**, Genişletilmiş 3. Bası, Ankara: 1996.

Fass Peter M., Shaff Michael E. ve Zief Donald B., **Real Estate Investment Trusts Handbook**, USA: 1994.

Franko Nisim, "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı", **Batıder**, Cilt no:XIII, Sayı No:2, 1985.

Gedik Birgül, "Yatırım Fon ve Ortaklıkları ile Bu Fon ve Ortaklıklardan Elde Edilen Kar Paylarının Vergi Mevzuatımız Çerçevesinde İncelenmesi", **Vergi Dünyası**, Sayı no:198, Şubat 1998.

Gökçe Birsen, **Toplumsal Bilimlerde Araştırma**, Üçüncü basım, Ankara: Savaş Yay,1999.

Gökçe Gamze, **Gayrimenkul Yatırım Fonları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Gayrimenkul Sertifikaları ve Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi**, Ankara: 1998.

Gökkaya Işık, "Gayrimenkul Sektörü ve Sorunları", **Dünya Gazetesi**, III. Gayrimenkul Zirvesi Eki, 2 Mayıs 2002.

Greer Gaylon E. ve Farrell Michael D., **Investment Analysis For Real Estate Decisions**, Third Edition, USA: Dearborn Financial Publishing Inc., 1992.

Günel Vural, **Hukuki Açından Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar)**, İstanbul: İMKB, 1997.

Güngör A.Feridun, "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Vergilendirilmesi", **Yaklaşım**, Yıl no:6, Sayı no:68, Ağustos 1998.

Gürdere Metin, "Yatırım Ortaklıkları", **Yaklaşım**, Yıl No:6, Sayı No:68, Ağustos 1998.

Gürlelel Can Fuat, Alkin Kerem ve Uzunoğlu Sadi, **Avrupa Sermaye Piyasaları, Bütünleşme ve Türk Sermaye Piyasası**, İstanbul: İMKB Araştırma Yayınları No:10, 1997.

Gürsoy Kemal Tahir, **Yatırım Fonları**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Yay.No: 125, 1977.

İftar Gönül Kırcaali, **Betimsel Araştırma Yöntemleri Ders Notları**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi, 1998.

İmregün Oğuz, **Amerikan Ortaklıklar Hukukunun Ana Hatları**, İstanbul: İstanbul Üniv.Yay.No:1399, Hukuk Fakültesi No:308, 1968.

İnan Eda, "Gayrimenkul Yatırım Fonları ve Türkiye'de Beklenen Yararları", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Hacettepe Üniversitesi SBE, 1995.

Jennings Richard W. ve Marsh Harold, **Securities Regulation, Cases And Materials**. New York: 1982.

Johnson Charles J., **Corporate Finance and The Securities Laws**, USA: Prentice Hall Law & Business, 1991.

Kabaalioglu Haluk A., **Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, İstanbul: 1985.

Karahan Sami, **Anonim Şirketlerde Tasfiye**, Konya: Mimoza Yayınları No:59, Hukuk Dizisi No:29, 1998.

Karslı Muharrem, **Sermaye Piyasası-Borsa-Menkul Kıymetler**; 3.Baskı, İstanbul: Saray Ticaret A.Ş., 1989.

Kelley William A., **Real Estate Investment Trust Handbook**, USA:American Law Institute-American Bar Association, 1990.

Kodal Hakan, "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Halka Açılma ve Portföy Oluşumu", **Yaklaşım**. Sayı no:68, Ağustos 1998.

Küçüksözen Cemal, **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi**, Ankara: SPK Yay. No:131, 1999.

Lapides Paul D., Torres Michael A., "**Reit Governance For Directors And Trustees**", Real Estate Investment Trusts, Structure, Analysis and Strategy, Ed. Richard T. Garrigan, John F.C. Parsons, USA: McGraw-Hill, 1997.

Manavgat Çağlar, **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Türkiye İş Bankası Vakfı, 1991.

Mengütürk Muhsin, "GYO Taleplerinde Önemli Artışlar Gözleniyor", **Dünya Gazetesi Eki**, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**, 8 Mart 2000.

Metzger Michael B., Mellor Jane P. ve Diğerleri, **Business Law and the Regulatory Environment** Ninth Edition, USA: Irwin Inc., 1995.

Mutlu Hürriyet, "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları ve Türkiye'de Sermaye Piyasası Bakımından Önemi" , Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1988.

Olgun Raif, "Investment Trust'ler", **3. Banka ve Ticaret Hukuku Haftası**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 13-18 Mayıs 1963.

Oral Erdoğan ve Özer Levent, **Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar**, İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yay., 1998.

Özmen Saba, "Taşınmazların Menkul Kıymetleştirilmesinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları", **Yaklaşım Dergisi**, Yıl No: 6, Sayı No:67, Temmuz 1998.

_____ "**Taşınmazların Menkul Kıymetleştirilmesinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**", Yaklaşım Yayıncılık-ARC Eğitim işbirliğiyle 27.6.1998'de İstanbul'da yapılan "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Paneli"ne sunulan basılmamış tebliğ,

Poroy Reha, Tekinalp Ünal ve Çamoğlu Ersin, **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, Yedinci Bası, İstanbul: 1997.

Ralph L. Block., **Investing in Real Estate Investment Trusts**, USA: Bloomberg Press Princeton, 1998.

Reilly Frank K. ve Norton Edgar A., **Investments**, Fourth Edition, USA:, The Dryden Press Harcourt Brace College Publishers, 1995.

Rodoplu Gültekin, **Türkiye’de Sermaye Piyasası ve İşlemleri**, İstanbul: Marmara Üniversitesi Nihad Sayar Eğitim Vakfı Yay., 1993.

Rosenberg Menachem, "REITs Emerge As Sources of Real Estate Finance and Investment", **Real Estate Review**, Fall:41-50, 1986.

Sarıkamış Cevat, **Sermaye Pazarları**, İstanbul: Alfa Basım Yay. Dağ. Yay.No:213, İşletme Dizisi:22, 1995.

Senft Dexter, **The Handbook of Mortgage-Backed Securities: Mortgages**, Boston: The First Boston Corporation, 1985.

Sezgi Önder ve Kocatürk Arzu, "Yeni SPK Tebliği ve Vergi Mevzuatındaki Değişikliklerden Sonra Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları", **Vergi Dünyası**, Sayı no:214, Haziran 1999.

Sumer Ayşe, **Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat**, 2. Baskı , İstanbul:Alfa Basım Yayım Dağıtım, Yay. No:549, 1999.

Tanör Reha, **Türk Sermaye Piyasası**, 1. Bası, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., 1999.

Teker Murat Bahadır, **Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı**, İlk Baskı, Ankara: SPK Yay. No:43, 1996.

Tekinalp Ünal, "Yatırım Ortaklıklarının Düzenlenmesinde Temel Alınabilecek İki Model ve Türk Sistemi", **İktisat-Maliye Dergisi**, Cilt no:17, Sayı no:9 , 1970.

_____ **Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri**, İkinci Basım. İstanbul: İstanbul Üniv. Yay.No:2615, Hukuk Fakültesi No:589, 1979.

_____ **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, İstanbul: Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş. Yay. No:4, 1982.

Tuncel Kürşat, "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları", **Yaklaşım**, Sayı no:68, Yıl no:6, Ağustos 1998.

_____ **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Türkiye Uygulaması**, Ankara: SPK Yayınları, Yay. No:105, 1997.

Tuncer Selahattin, **Türkiye’de Sermaye Piyasası**, İstanbul: Okan Yayıncılık Dağıtım, 1985.

Uçar Salter, **Tüm Şirketlerde Fesih ve Tasfiye, Kurulması-Faaliyetleri, Çıkma ve Çıkarılma Halleri, Dağılma Sebepleri**, İkinci basım, İstanbul: 1998.

Ünal Oğuz Kürşat, **Sermaye Piyasasında Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım Ltd Şti., Yayın No:91, 1999.

Vural Güven, **Yatırım Ortaklıkları**, Ankara: İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yay. No:120, 1978.

Yasaman Hamdi, "Fransız Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonları", **İktisat Maliye Dergisi**, Cilt No:20, Sayı No:4, 1973.

_____ **İsviçre ve Fransız Hukukunda Yatırım Fonları ve Türk Hukukunda Uygulama İmkanları**, İstanbul: 1980.

_____ **Menkul Kıymetler Borsası Hukuku**, İstanbul: 1992.

Yıldırım Ali ve Şimşek Hasan, **Sosyal Bilimlerde Nitel Araştırma Yöntemleri**, Ankara: Seçkin Yay., 2000.

Zaimoğlu Tülay, **Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, 1995.

"Real Estate Investment Trust: The Low Risk, High Yield, Asset-Growth Opportunity",
The New York Institute of Finance, Division of Simon&Schuster, Inc., 1988.

"Real Estate Investment Trusts", **Real Estate Review**, Summer 1998. Vol.25, Issue 2,
 s.20.

26 Eylül 2002 tarihinde İstanbul'da yapılan "Gayrimenkule Dayalı Sermaye Piyasası
 Enstrümanları ve Gayrimenkul Endeksleri Konferansı", Basılmamış konferans
 notları.

40 Soruda Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (İstanbul: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
 Derneği (GYODER) yayını).

The Public REIT Legal Sourcebook (USA: NAREIT yayını).

www.f-almanak.om/finhat/menu2/gmyo, 1.11.2002 tarihli internet sayfası

www.gyoder.org.tr, 1.12.2002 tarihli internet sayfası

www.nareit.com/faq, 28.4.1999 tarihli internet sayfası

www.europa.eu.int, 15.11.2002 tarihli internet sayfası

Resmi Gazete, 29.Aralık.1999, Sayı: 23921.

Resmi Gazete, 8 Haziran 2000, Sayı:24073.

SPK TEBLİĞLERİ

Seri: I No:26 Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar
 Tebliği, **Resmi Gazete**, 15 Kasım 1998, Sayı:23524.

Seri: IV No:1 Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları
 Esaslar Tebliği, **Resmi Gazete**, 26 Şubat 1982, Sayı:17617.

Seri: IV No:7 Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Esaslar Tebliği, **Resmi Gazete**, 14
 Temmuz 1992, Sayı:21284 (Mük.).

- Seri: IV No:27 Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Olan Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ, **Resmi Gazete**, 13 Kasım 2001, Sayı:24582.
- Seri: V No:46 Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, **Resmi Gazete**, 7 Eylül 2000, Sayı:24163.
- Seri: VI No:4 Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, **Resmi Gazete**, 31 Temmuz 1992, Sayı:21301.
- Seri: VI No:10 Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, **Resmi Gazete**, 6 Kasım 1998, Sayı:23515.
- Seri:VI No:11 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, **Resmi Gazete**, 8 Kasım 1998, Sayı:23517.
- Seri: VII No:10 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, **Resmi Gazete**, 19 Aralık 1996, Sayı:22852.
- Seri XII No:1 Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Ortaklık ve Kuruluşların Mali Tablo Düzenleme, Kamuya Duyurma ve Bağımsız Denetleme Yükümlülüklerinin Belirlenmesine İlişkin Genel Açıklama Tebliği, **Resmi Gazete**, 18 Şubat 1992, Sayı:21146.