



## Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Sağladıkları Ticari ve Vergisel Avantajlar

### ÖZET

2016 yılı ekonomik verilerine göre Türkiye Gayri Safi Milli Hasılasının % 8,2'si gayrimenkul yatırımlarına dayalı olan inşaat sektöründen oluşmaktadır. İnşaat sektörü, özellikle son 10 yıllık dönemde gerçekleştirdiği bir çok mega proje ile gerek altyapı yatırımlarına yaptığı katkı ile gerekse de gerçekleştirilen modern konut projeleri ile ekonominin dinamosu haline gelmiştir.

Ekonomik sistem içerisinde gayrimenkuller önemli bir yatırım aracı olmakla beraber istenildiği anda elden çıkartılması her zaman kolay olmadığı için söz konusu yatırımın likidite edilmesinde zorluklar bulunmaktadır. Tam da bu noktada bahsi geçen sorunun ortadan kaldırılması adına karşımıza modern bir finansal yapı olan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları çıkmaktadır.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları kısaca, getiri potansiyeli yüksek gayrimenkullere ve gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapmak, portföyünde yer alan gayrimenkullerin kiralanması ile kira geliri ve en nihayetinde de eldeki mevcut gayrimenkulleri satarak alım satım kazancı elde etmek amacıyla kurulan şirketler olarak tanımlanabilir.

Doğrudan, likiditesi düşük olan gayrimenkule yatırım yapmak yerine gayri menkullere yatırım yapan şirketin hisse senetlerine yatırım yapmaya olanak sağlayan gayri menkul yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırımlarının daha likit hale gelmesi, halka açılma, halka açılmanın getirdiği kurumsallaşma, çeşitli vergi istisnalarından yararlanma olanağı gibi avantajların yanı sıra halka arz sonrası net aktif değerinde azalma ve halka açılmanın getirdiği prosedür yükü gibi dezavantajları da bünyesinde barındırmaktadır.

**Anahtar Sözcükler:** Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Sermaye Piyasası Kanunu, Halka Açılma, Vergileme.

**JEL Sınıflandırması:** H25, L74, L78.

**Onur ÇELİK\***

### REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS AND THEIR COMMERCIAL AND TAX ADVANTAGES

#### ABSTRACT

According to the economic data of 2016, 8.2% of the Turkish Gross National Income consists of the construction sector which is based on real estate investments. The construction sector has become a dynamo of the economy with many mega projects that have been carried out in the last 10 years and with the contribution to infrastructure investments and the modern housing projects that have been realized.

Real estate is an important investment tool in the economic system, and there are difficulties in liquidating the investment because it is not always easy to get it out of hand when it is desired. Real estate investment trusts are emerging as a modern financial structure, in order to remove the problem that has been betting at this point.

Real estate investment trusts can be defined as companies that are established to invest in projects with high return potential and real estate, to rent real estate in the portfolio and to obtain the rental income and ultimately to buy and sell the existing real estate.

Instead of directly investing in real estate with low liquidity, real estate investment partnerships that enable investors to invest in real estate, real estate investments become more liquid, public offering, institutionalization brought to the public, various tax exemptions, a decrease in the net asset value after the supply, and a burden of procedure brought on to the public

\* E. Gelirler Kontrolörü, Yeminli Mali Müşavir

**Keywords:** Real estate investment trusts, Capital Markets Code, initial public offering.

**JEL Classification:** H25, L74, L78.

## GİRİŞ

1980'lerde Turgut Özal yönetimiyle birlikte, Türkiye de, dünyada yavaş yavaş egemen olmaya başlayan ekonomiyi sırtlayacak bir öncü sektör seçme eğilimini benimsedi ve bu husustaki tercihini inşaat sektörü lehine kullandı. Çok daha az yatırım gerektiren, çok daha kolaylıkla teknolojiye adapte olabilen, hemen sonuç verebilen ve büyümeyi derhal sıçratan bir sektördü inşaat sektörü. Her bir apartman dairesinde yaklaşık 150 sanayi ürünü kullanılıyordu (çimento, demir, kum, boya, cam, pencere, kapı, fayans, parke, lavabo, musluk, elektrik teçhizatı vb.). Dolayısıyla bir daire inşa ederken bu kadar sanayi ürünü üretimine yol açılıyordu.<sup>1</sup>

Söz konusu akım Türkiye'de 2000'li yıllarda da terk edilmeyerek günümüze kadar devam ettirildi. Gelişmekte olan ülke statüsüne sahip olan ülkemizin ekonomik kalkınması için gerekli olan yatırımların başında alt yapı yatırımlarının geldiği bilinen bir gerçektir ve bu çerçevede yapılacak yatırımlar tıpkı ekonomik ve sosyal bir ihtiyaç olan konut yatırımları ile beraber inşaata dayalı bir büyüme modelinin temelini oluşturacaktır.

Değişen ve gelişen ekonomik sistem ile birlikte inşaat sektörü de değişti ve evrildi. Özellikle inşaat yatırımlarının finansal kaynağa erişim yöntemleri arasına başta mortgage kredileri gibi birçok finansal araç devreye sokuldu. Bu çerçevede belki de iş merkezleri veya alışveriş merkezleri gibi büyük ölçekli gayrimenkul projelerine finansman kaynağı temini noktasında en sofistike ve kurumsal yapı olan Gayri Menkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) şirketleri de ekonomik bir aktör olarak hayatımıza dahil oldu.

Finansman kaynaklarına daha hızlı, kolay ve ucuz bir şekilde erişmek amacıyla finansal mühendislik disiplini altında geliştirilen finansal yapılardan biri olan GYO'ların kuruluşu, faaliyetleri, çalışma sistemi, sağlanan ekonomik ve mali avantajlar ile çeşitli hukuki düzenlemeler nedeniyle ortaya çıkan bazı dezavantajlara bu yazımızda değinilmeye çalışılacaktır.

## 1. TÜRKİYE'DE İNŞAAT SEKTÖRÜNÜN EKONOMİDEKİ PAYI VE GAYRİMENKUL PİYASASINDAKİ GÜNCEL GELİŞMELER

2016 yılı ekonomik verilerine göre Türkiye Gayri Safi Yurtiçi Hasılasının (GSYH) % 8,2'sini inşaat sektörü kaynaklı faaliyetlerden elde edilen gelirler oluşturmaktadır.

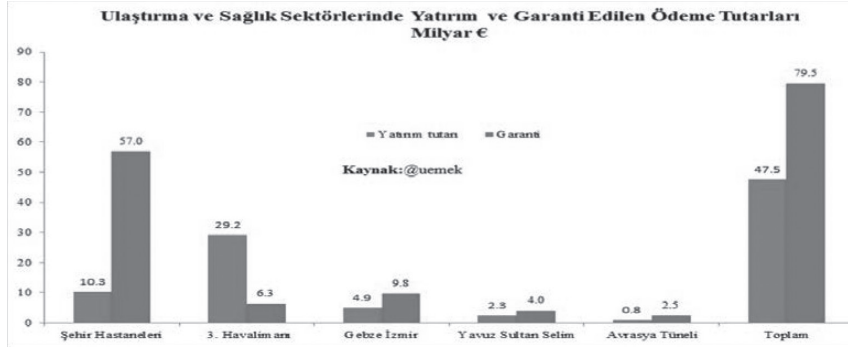
Ekonomik Faaliyet Alanları	GSYH'daki Payı (%)
Tarım - Ormancılık - Balıkçılık	7,8
Sanayi	21,0
İnşaat	8,2
Hizmetler	63,0
<b>GSYH</b>	<b>100,0</b>

**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı

Bilindiği üzere kamu tarafından gerçekleştirilen altyapı yatırımları, ulaştırma-haberleşme tesislerinin oluşturulmasından eğitim, sağlık imkanlarının geliştirilmesine değin oldukça geniş yelpazeye yayılmaktadır. Bu yatırımların amacı ise özel sektörün ekonomik kalkınmaya yönelik üretken yatırımlarının önünü açacak fiziki ve beşeri sermayenin niteliksel ve niceliksel olarak artırılması, kalitesinin yükseltilmesidir.

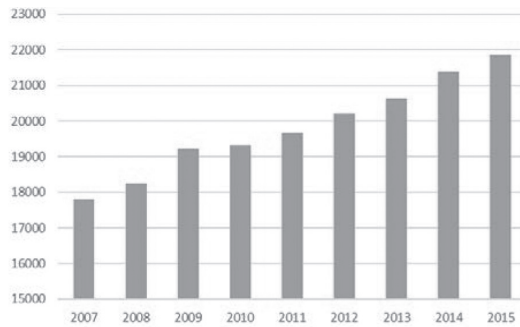
Bu kapsamda, son yıllarda Türkiye'de kamu özel işbirliği (KÖİ) ile gerçekleştirilen bazı alt yapı projeleri ile bunlara ilişkin yatırım tutarları aşağıdaki gibidir.

<sup>1</sup> <http://www.mahfiogilmez.com/2015/08/insaat-onderliginde-buyume-modelinin.html>, erişim tarihi 04.07.2017

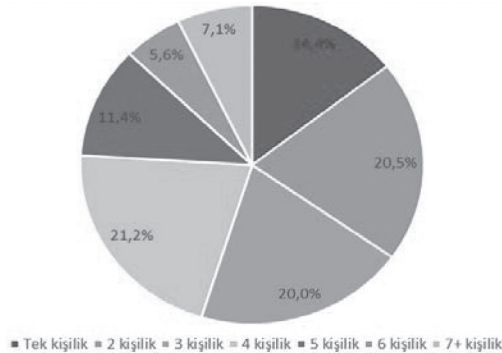


**Grafik 1. KÖİ Modeli ile Gerçekleştirilen Bazı Alt Yapı Yatırım Projeleri, Kaynak : Uğur EMEK, <http://uemek.blogspot.com.tr/2016/10/kamu-ozel-isbirligi-koi-sozlesmelerinde.html>**

Türkiye konut piyasasına göz atmadan önce, öncelikle sürecin itici gücü olan demografik yapı üzerinden bir değerlendirme yapmakta fayda bulunmaktadır. Türkiye İstatistik Kurumu'nun 2015 yılı verilerine göre Türkiye'de hane halkı yapısının % 55'i, 4 kişi veya daha az kişiden oluşmakta ve hane halkı sayısı her yıl ortalama 500.000 adet artmaktadır. Hane halkı sayısındaki söz konusu artış, beraberinde de ciddi sayıda konut talebini birlikte getirmektedir. Hane halkı büyüklüklerinin çoğunluğunun, 4 kişi veya daha az kişiden oluşması ise talep edilen evlerin büyük kısmının sanılanın aksine küçük ev kategorisinde olduğuna işaret etmektedir.

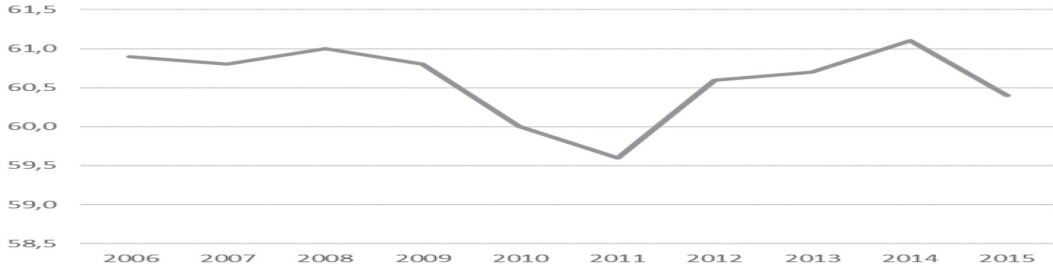


**Grafik 2. Yıllara Göre Türkiye Hane Halkı Sayısındaki Artış, Kaynak : TÜİK**

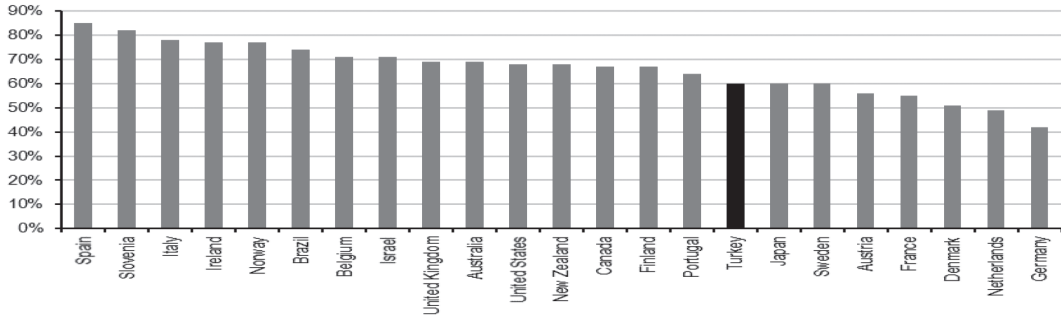


**Grafik 3. 2015 Yılı Türk Hane Halkı Büyüklükleri, Kaynak: TÜİK**

Bu verilerden sonra nüfusun ev sahipliği oranlarına bakıldığında ise söz konusu oranın % 60 civarında olduğu görülmektedir. Bazı gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler ile kıyaslandığında ise Türkiye'de ev sahipliği oranının düşük olduğu gözlemleniyor.

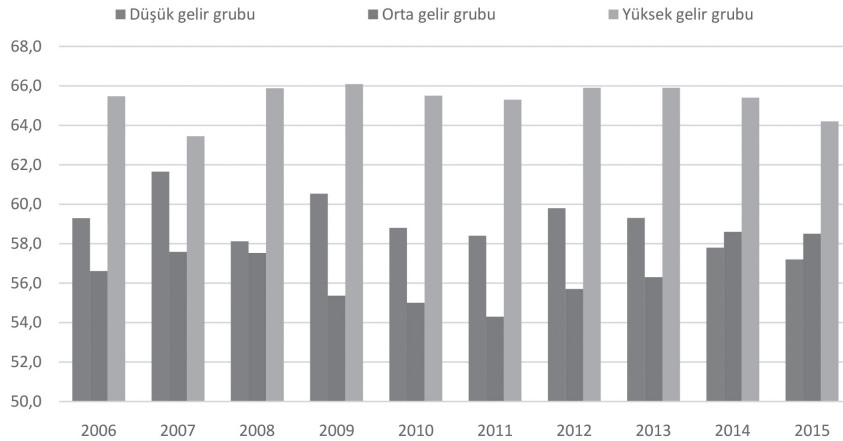


**Grafik 4. Yıllara Göre Türkiye’de Ev Sahipliği Oranları/Yüzdeleri, Kaynak : TÜİK**



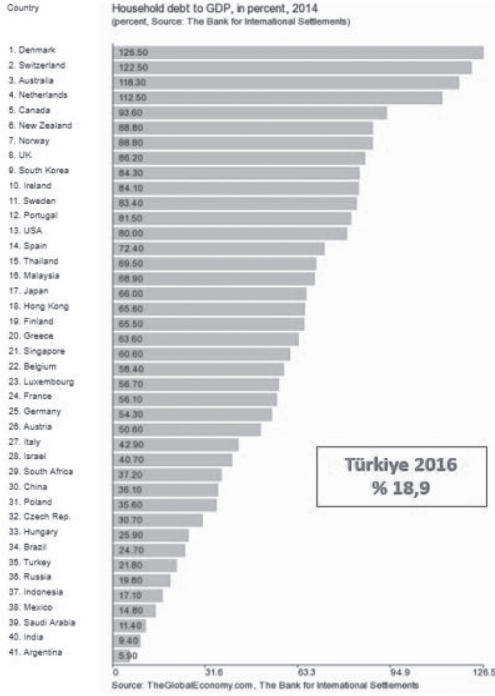
**Grafik 5. 2015 Yılı Ülkelere Göre Ev Sahipliği Oranları, Kaynak: <https://tradingeconomics.com>**

Aşağıdaki grafikte ise Türkiye’de gelir gruplarına göre ev sahipliği oranları yer almaktadır. Grafikten de anlaşılacağı üzere aslında Türkiye’de ortalama ev sahipliği oranını yüksek gelir grubu yukarıya çekmektedir.



**Grafik 6. Yıllara Göre Gelir Gruplarına Ait Ev Sahipliği Oranları, Kaynak : TÜİK ve TCMB**

Aşağıda yer alan grafiklerde ise Türkiye ve seçilmiş bazı ülkelerin hane halklarının toplam borçlarının ve özelinde konut satın alınmasında kullanılan mortgage (ipoteğe dayalı konut kredisi) kredilerinin ülkelerin gayri safi milli hasıllarına oranları gösterilmektedir. Grafiklerden de anlaşılacağı üzere Türk hane halkının borçluluk oranlarının oldukça düşük seviyede olduğu görülmekte ve bu durum da kredili konut satın alımı için hala kat edilebilecek yollar olduğuna işaret etmektedir.



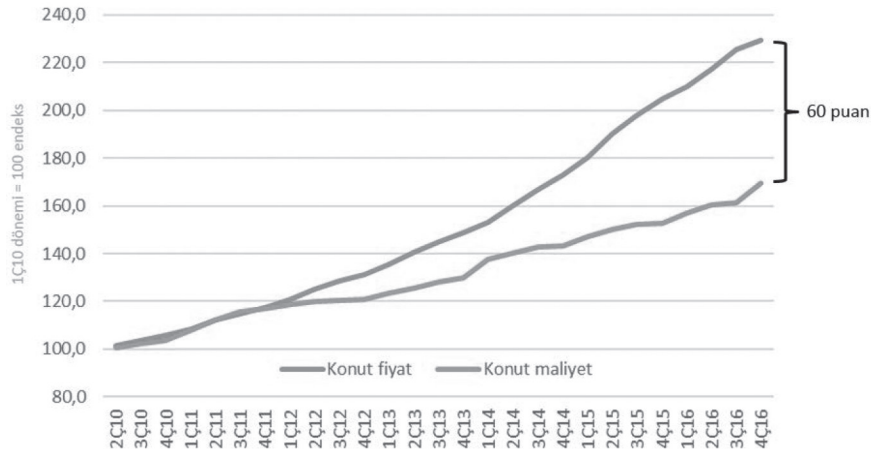
Grafik 7. Hane Halkı Borçluluk Oranları, Kaynak : BIS VE TCMB

Son grafiğimiz ise, 2010 yılı 1. çeyreği baz alınarak hesaplanan Türkiye inşaat maliyet endeksi ile inşaat fiyat endeksinin seyri ve bu iki endeks arasındaki farkı göstermektedir. Grafikten de görüleceği üzere konut fiyatlarındaki yükseliş, konut

COUNTRIES	2014 MORTGAGE DEBT TO GDP %
Austria	27,5
Belgium	49,1
Czech Republic	16,6
Denmark	114,0
Finland	43,7
France	43,3
Germany	42,4
Greece	38,8
Hungary	16,6
Italy	22,2
Netherlands	95,7
Poland	20,0
Portugal	59,2
Spain	55,4
Sweden	78,8
United Kingdom	75,0
Norway	75,8
Turkey	6,5
Russian Federation	3,5
United States	67,6

Grafik 8. 2014 Yılı Mortgage Kredilerinin GSYH'ya Oranı, Kaynak : European Mortgage Federation (EMF), Hypostat.

inşaat maliyetlerindeki artıştan çok daha hızlı gerçekleşmektedir. Bu göstergeler de, acaba gayrimenkul piyasasında spekülasyona bağlı olarak bir balon durumu mu oluşuyor şüphelerini artırmaktadır.



Grafik 9. Kaynak : TÜİK VE TCMB

Tüm bu veriler kısaca özetlenecek olur ise, inşaat sektörü Türk ekonomisi için önem arz eden iş kollarından birisi olup son dönemde başta kamu tarafından gerçekleştirilen ciddi altyapı projeleri ile konut sektöründeki hızlı büyüme bu durumu teyit etmektedir. Hızlı nüfus artışı ve az sayıda kişiden oluşan hane halkı profiline bağlı olarak ortaya çıkacak konut talebi, düşük konut sahipliği oranı, var olan konut sahipliğinin ağırlıklı olarak yüksek gelir grubuna mensup kişilerde toplanması, gayri safi yurt içi hasılaya oranla düşük hane halkı borçluluk ve özelinde ise düşük mortgage (ipoteğe dayalı konut kredisi) düzeyi ve en nihayetinde Türkiye'nin deprem kuşağında olması nedeniyle yenilenmesi gereken çok sayıda binanın bulunması hasebiyle, inşaat sektörünün daha uzun yıllar Türkiye ekonomisinin büyümesinde itici güçlerden biri olacağını söylemek çok da yanlış olmayacaktır.

## 2. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI NEDİR, NEDEN VE NASIL KURULUR

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına ilişkin Esaslar Tebliğinde<sup>2</sup> ifade edildiği üzere gayrimenkul

yatırım ortaklığı, gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan sermaye piyasası kurumudur.

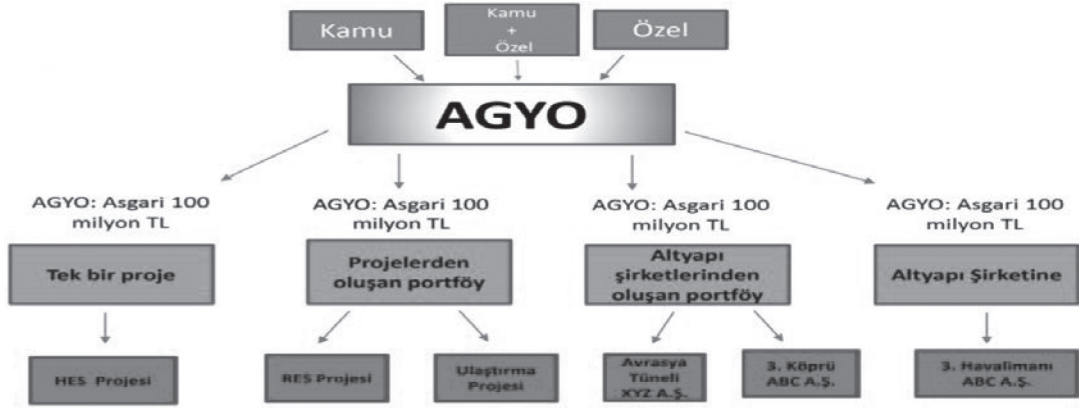
Gayrimenkul yatırım ortaklığının amacı, getiri potansiyeli yüksek gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapmak, portföyündeki gayrimenkullerden kira geliri ve gayrimenkul alım satım kazancı elde etmektir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının, genel olarak 2 türü bulunmaktadır.

1- Gayrimenkule, gayrimenkule dayalı haklara ve gayrimenkul projelerine yatırım yapan GYO'lar.

2- Münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işleten GYO'lar (AGYO)

Aşağıda örnek bir AGYO modeli bulunmaktadır.



Resim 1. Örnek AGYO Modeli, Kaynak : Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, Türk Ticaret Kanunu<sup>3</sup> (TTK) çerçevesinde yeni bir anonim şirket olarak kurulabileceği gibi daha önce başka amaçla kurulmuş şirketlerin esas sözleşmelerini Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlemelerine uygun olarak değiştirerek gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüştürülmesi suretiyle de oluşturabilirler. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları;

i) Belirli bir proje veya yatırım alanına yatırım yapmak gibi amaçlarında bir sınırlama olmaksızın süreli veya süresiz,

ii) Bir alışveriş merkezi gibi belirli bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla süreli,

iii) Turizm ve sağlık gibi belirli alanlarda yatırım

<sup>2</sup> 28.05.2013 tarih ve 28660 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır. Söz konusu tebliğde yapılan değişiklikler ise 23.01.2014 tarih ve 28891 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır.

<sup>3</sup> 14.02.2011 tarih ve 27846 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır.

yapmak amacıyla süreli veya süresiz olarak kurulabilir.

Kuruluş ve dönüşüm başvurularının Sermaye Piyasası Kurulu'nca uygun görülebilmesi için, yerine getirilmesi gereken bazı önemli kriterlere değinilecek olur ise ortaklığın;

a) Kayıtlı sermayeli anonim ortaklık şeklinde kurulması veya anonim ortaklık niteliğinde olup kayıtlı sermaye sistemine geçmek için Kurula başvurusu,

b) Kurulusta başlangıç sermayesinin, dönüşümde ise mevcut ödenmiş veya çıkarılmış sermayesi ile öz sermayesinin her birinin 30.000.000 TL'den az olmaması,

c) Sermaye miktarının; 60.000.000 TL'den az olması halinde, sermayeyi temsil eden paylarının en az %10'unun, 60.000.000 TL ve daha fazla olması halinde, sermayenin 6.000.000 TL'lik kısmını temsil eden paylarının kurulusta nakit karşılığı çıkarılmış olması ve nakit karşılığı çıkarılan pay bedellerinin tamamının ödenmesi, dönüşümde ise nakit karşılığı çıkarılmış olması veya son hesap dönemine ait bağımsız denetimden geçmiş konsolide olmayan veya bireysel finansal tablolarında dönen varlıklar grubu altında yer alan nakit ve nakit benzerleri ile finansal yatırımlar kalemlerinin toplamının bu maddede belirtilen oran ya da tutar kadar olması,

d) Ticaret unvanında "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı" ibaresini taşıması veya unvanını bu ibareyi içerecek şekilde değiştirmek üzere Kurula başvurmuş olması,

e) Başlangıç sermayesinin veya çıkarılmış sermayesinin %25'i oranındaki paylarının, belirlenen süre ve esaslar dahilinde halka arz edileceğinin Kurula karşı taahhüt edilmiş olması gerekmektedir.

Yukarıda bahsi geçen ve yerine getirilmesi zorunlu olan şartlardan belki de en önemlisi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın halka açılması zorunludur. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin esaslar tebliğinde de detaylı olarak açıklandığı üzere, gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak kurulan veya esas sözleşme tadili yoluyla gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşen ortaklıkların, paylarını halka arz yoluyla satabilmek için kuruluşlarının veya esas sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilini takip eden üç ay içinde faaliyetlerin yürütülebilmesi için gerekli olan mekan, donanım

ve personeli temin etmeleri ve organizasyonu kurmaları ve gerekli diğer başvuru koşullarını yerine getirmek şartıyla çıkarılmış sermayelerinin asgari %25'ini temsil eden payların halka arzına ilişkin izahnamenin onaylanması talebiyle Kurula başvuruları zorunludur. Halka arz sonrasında, ortaklığın çıkarılmış sermayesinin asgari %25'i oranındaki paylarının halka açık pay statüsünde olması zorunludur.

### 3.GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI HANGİ FAALİYETLERDE BULUNABİLİRLER VE HANGİ FAALİYETLERİ GERÇEKLEŞTİREMEZLER

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları ana hatları itibarıyla;

- Alım satım kârı veya kira geliri elde etmek amacıyla; arsa, arazi, konut, ofis, alışveriş merkezi, otel, lojistik merkezi, depo, park, hastane ve benzeri her türlü gayrimenkulü satın alabilir, satabilir, kiralayabilir, kiraya verebilir ve satın almayı veya satmayı vaad edebilirler.

- Kendi mülkiyetlerindeki arsa ve arazilerin yanı sıra, hasılat paylaşımı veya kat karşılığı arsa satışı sözleşmeleri akdettiği başka kişilere ait arsalar üzerinde, gayrimenkul projesi geliştirebilirler veya projelere üst hakkı tesis ettirmek suretiyle yatırım yapabilirler.

- Mülkiyetine sahip oldukları gayrimenkuller üzerinde başka kişiler lehine üst hakkı, intifa hakkı ve devre mülk irtifakı tesis edebilir ve bu hakların üçüncü kişilere devrine izin verebilirler.

- Mülkiyetlerini edinmek kaydıyla yurt dışındaki gayrimenkullere ve yabancı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilirler.

- Aracılık faaliyeti kapsamında olmamak kaydıyla sermaye piyasası araçlarını alabilir ve satabilir, Takasbank para piyasası ve ters repo işlemi yapabilir, Türk Lirası veya yabancı para cinsinden mevduat veya katılma hesabı açtırabilirler, sermaye piyasası araçlarını ödünç verebilirler.

Bununla birlikte gayrimenkul yatırım ortaklıkları;

- Ticari, sınai veya zirai faaliyetlerde bulunamazlar,

- Hiçbir şekilde gayrimenkullerin inşaat işlerini kendileri üstlenemez ve bu amaçla personel ve ekipman edinemezler,



- Başka kişi ve kuruluşlara proje geliştirme, proje kontrol, mali fizibilite, yasal izinlerin takibi ve buna benzer hizmetler veremezler,

- Mevzuatta izin verilen faaliyetler hariç olmak üzere hiçbir surette otel, hastane, alışveriş merkezi, iş merkezi, ticari parklar, ticari depolar, konut siteleri, süper marketler ve bunlara benzer nitelikteki gayrimenkulleri ticari maksatla işletemez ve bu amaçla personel istihdam edemezler,

- Sürekli olarak kısa vadeli gayrimenkul alım satımı yapamazlar,

- izin verilen yatırım alanları ile sınırlı olmak üzere, kendi adına portföy işletmeciliği faaliyeti dışında sermaye piyasası faaliyetinde bulunamazlar.

#### 4. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARINA İLİŞKİN PORTFÖY KISITLAMALARI

Gayri Menkul Yatırım Ortaklıklarının aktiflerinde bulunan portföylerinde,

- Gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı haklara ve gayrimenkul projelerine portföy değerlerinin en az % 51'i oranında yatırım yapmak zorundadırlar.

- Yabancı gayrimenkullere ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına portföy değerinin en çok % 49'u oranında yatırım yapabilirler.

- Portföyünde bulunan ve alımından itibaren beş yıl geçmesine rağmen üzerlerinde proje geliştirilmesine yönelik herhangi bir tasarrufta bulunulmayan arsa ve arazilerin oranı portföy değerinin % 20'sini aşamaz.

- Belirli alanlarda faaliyet göstermek veya belirli projelere yatırım yapmak üzere kurulan ortaklıkların portföylerinin en az %75'inin, unvanlarında ve/veya esas sözleşmelerinde belirtilen varlıklardan oluşması zorunludur.

- Sermaye piyasası araçları, ters repo ve borsa para piyasası işlemleri ile iştiraklerin tamamına en fazla portföy değerlerinin % 50'si oranında, bu varlıklar içerisinde yer alan yatırım amaçlı Türk Lirası veya yabancı para cinsinden vadesiz ve vadeli mevduata ise en fazla portföy değerlerinin % 10'u oranında yatırım yapabilirler.

- Hiçbir şirkette sermaye veya oy haklarının % 5'inden fazlasına sahip olamazlar. Ortaklığın tek bir şirketteki para ve sermaye piyasası araçla-

rı yatırımlarının toplamı ortaklığın aktif toplamının % 10'unu aşamaz.

Gayri Menkul Yatırım Ortaklıkları ile ilgili önem arz eden bir diğer düzenleme ise pasif yapıları ile ilgili olup, ortaklıkların fon ihtiyaçlarını veya portföyleri ile ilgili maliyetleri karşılamak amacıyla kullanabilecekleri kredilerin tutarı, hesap dönemi sonunda hazırlayıp kamuya açıkladıkları konsolide olmayan veya bireysel finansal tablolarında yer alan öz sermayelerinin 5 katını aşamayacak olması ile ilgilidir.

#### 5. GAYRİMENKULLERİN DEĞERLENMESİ ZORUNLULUĞU

Gayrimenkuller açısından değerlendirme, gayrimenkul projesinin veya gayrimenkule bağlı hak ve diğer menfaatlerin değerlendirme günündeki olası değerinin tarafsız, bağımsız ve objektif kriterlere dayanılarak belirlenmesidir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları da, aşağıda sayılan işlemler için Sermaye Piyasası Kurulu tarafından listeye alınmış bağımsız bir gayrimenkul değerlendirme şirketine, işleme konu olan varlıkların ve hakların değerlerini ve rayiç kira bedellerini tespit ettirmek zorundadırlar.

- Portföyde yer alan gayrimenkullerin, gayrimenkule dayalı 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 ortaklığın hesap döneminin son üç ayı içerisinde herhangi bir nedenle rayiç değeri tespit edilmemiş olan varlıkların yılsonu değerlerinin tespiti,

- Portföyde yer alan gayrimenkullerin, gayrimenkule dayalı hakların ve gayrimenkule dayalı projelerin niteliğinin veya cinsinin değiştirilmesi,



- Ortaklığa aynı sermaye konulması,
- Portföye Sermaye Piyasası Kurulu'nca değerlendirilmesi uygun görülecek diğer varlıkların dahil edilmesi ve çıkarılması.

### 6.GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI KURMANIN AVANTAJLARI VE DEZAVANTAJLARI

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları şeklinde bir organizasyon yapısının kurulmasının avantajları özetle aşağıdaki gibi sıralanabilir;

- SPK nezdinde halka açılma,
- Halka açılmanın getirdiği kurumsallaşma,
- GYO yapısı sayesinde şirketlerin/grupların bilinirliğini artırması,
- Gayrimenkullerin değerlemesinin yaptırılması sayesinde değer artışları realize edilmeden ve vergi ödenmeden şirket değerinin artırılması,
- GYO 'ların gayrimenkullerin satışından veya kiralanmasından elde edilen gelirlerin kurumlar vergisinden istisna olması,

- Damga vergisi istisnası ve stopaj avantajları,
- Şirketlerin ucuz maliyetli finansman bulabileceği platformlara daha kolay erişim imkanı,
- Borsada işlem görmesi sebebi ile gayrimenkul yatırımlarının daha likit hale gelmesi.

Olası dezavantajları ise aşağıdaki gibidir:

- Genellikle halka arz sonrası GYO'ların net aktif değerlerinin % 30-40 değer kaybederek fiyatlanması. Bu da gayrimenkullerin başkaları tarafından % 30-40 düşüğe satın alınması riskini getirmektedir. Geçmişte bazı şirketler bu durumu tecrübe etmiş durumdadır.

- Halka açılan şirketin/grubun ana faaliyet konusunun inşaat/müteahhitlik, gayrimenkul geliştirme olmaması durumunda yatırımcı özellikle de yabancı yatırımcı ilgisi çok daha düşük seviyede kalabilmektedir.Yeterince yabancı yatırımcı ilgisi olmayınca da piyasada derinlik az oluyor ve buna bağlı olarak da hisse değeri çok düşük düzeyde kalabiliyor. Bu nedenle deneyimli bir ekip ile gayrimenkuller üzerinde sıkı proje geliştirilmesi önem arz ediyor.

- Daha önceleri Sermaye Piyasası Kurulu, GYO kurulduktan sonra halka açılma süreci için 2 yıla kadar beklemekteydi. Ancak yapılan yeni düzenlemelerle 3-6 ay içerisinde halka açılmayan GYO'ların lisansı iptal ediliyor. Bu durumda da, yararlanılan tüm mali avantajlar için geçmişe yönelik vergi cezası ve itibar kaybı gibi riskler ortaya çıkabiliyor.

- SPK uygulamalarının getirdiği kurumsallaşma/prosedür yükü şirket yönetimlerini oldukça zorluyor.

- Kamuoyunu aydınlatma ilkesi gereğince her yeni gelişmenin kamuoyuna açıklanma mecburiyeti bulunuyor.

- Gayrimenkullerde yapılacak her değişikliğin ve geliştirmenin ruhsata birebir uyumlu olma mecburiyeti bulunuyor. imar planı değişmeden yapılması hedeflenen geliştirmeler dikkate alınmıyor ve proje geliştirme bedeli üzerinden portföyde gösterilemiyor. SPK lisanslı firmalar zorunlu olarak her yıl değerlendirme yapıyorlar ancak değerlemede ruhsata uygunluk yok ise portföyde gösterilememe riski ortaya çıkıyor.

### 7.GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARINA SAĞLANAN MALİ AVANTAJLARIN DETAYI

Sermaye Piyasası Kanunu<sup>4</sup> çerçevesinde, gayrimenkullere, gayrimenkul projelerine, gayrimenkul dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek ya da belirli bir gayrimenkule yatırım yapmak amacıyla kurulan gayri menkul yatırım ortaklıklarının kazançları Kurumlar Vergisi Kanunu'nun<sup>5</sup> 5/1-d maddesi uyarınca kurumlar vergisinin istisna tutulmuştur. Bu istisna sadece şirketin portföyünde yer alan gayrimenkullerin değerlendirilmesi sonucu elde edilen kazançlarla sınırlı olmayıp, GYO'larca elde edilen tüm kazançlara, örnek verilecek olur ise faiz gelirlerine, kur farkı gelirleri ya da sabit kıymetlerin elden çıkartılması halinde elde edilecek kazançlara da uygulanmaktadır. Hali hazırda ülkemizde uygulanan kurumlar vergisi oranının % 20 olduğu göz önünde bulundurulduğunda istisnanın gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren diğer şirketlere nazaran sağladığı rekabetçilik avantajı azımsanamayacak düzeydedir.

Her ne kadar GYO'ların kazançları kurumlar vergisinden istisna olsa da KVK madde 15/3 uya-

4 30.12.2012 tarih ve 28513 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır.

5 21.06.2006 tarih ve 26205 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır.

rınca kurum kazancı üzerinde kesinti (stopaj) yoluyla vergileme yapılmaktadır. Ancak 2009/14594 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı<sup>6</sup> ile stopaj oranı "o" olarak belirlendiğinden ortaklık üzerinde ek bir mali yükümlülük oluşmamaktadır.

Bilindiği üzere Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, sermaye piyasası araçlarını alabilir ve satabilir, borsa para piyasası ve ters repo işlemi yapabilir, Türk Lirası veya yabancı para cinsinden vadesiz ve vadeli mevduat hesabı açtırabilirler. GYO'nun bu işlemler nedeniyle elde ettiği kazançlar Gelir Vergisi Kanunu'nun Geçici 67'nci madde hükmüne göre vergilendirilmektedir. Söz konusu vergi kesintileri KVK'nın 15/3 maddesi uyarınca kurum bünyesinde yapılan stopajdan mahsup edilebilecektir. Ancak 2009/14594 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile GYO'nun dağıtılın veya dağıtılmasın kazançlarından yapılacak stopaj oranı % o olarak belirlenmiştir. Bu durumda kurumlar vergisi beyannamesinde gösterilecek olan vergi kesintileri mükellefe iade edilebilecektir.<sup>7</sup>

GYO'ların gerçekleştirdiği mal teslimi ve hizmet ifaları, Katma Değer Vergisi Kanunu<sup>8</sup> bakımından değerlendirildiğinde ise bu işlemlerin normal bir mal teslimi veya hizmet ifasından farklı görülme-yerek bunlara ilişkin özel bir düzenleme ya da istisnaya yer verilmediği görülmektedir.

GYO'ların gerçekleştirdiği işlemler çerçevesinde düzenlenen sözleşmelerin Damga Vergisi Kanunu<sup>9</sup> karşısındaki durumu değerlendirildiğinde ise bir teşvik unsuru olarak, Damga Vergisi Kanunu'na ekli ilgili 2 no'lu tabloda yer alan gayrimenkul yatırım ortaklıklarının münhasıran gayrimenkul portföylerine ilişkin alım satım sözleşmeleri ile gayrimenkul satış vaadi sözleşmelerinin damga vergisinden istisna edildiği anlaşılmaktadır.

GYO'ların gerçekleştirdiği işlemler Harçlar Kanununu<sup>10</sup> bakımından değerlendirildiğinde ise, spesifik olarak herhangi bir istisna hükmüne yer verilmediğinden üzerinden harç alınacak nitelikte yapılacak işlemler harca tabi olacaktır. Özellikle tapu ve kadastro harcı, GYO'lar tarafından önemli maliyet kalemlerinden biri olarak görülmektedir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarına iştirak eden tüzel ve gerçek kişilerin ortaklık paylarına iştirak

etmek suretiyle elde edecekleri kar paylarının vergilendirilmesi ise şu şekilde olacaktır;

- Tüzel kişi ortak (tam mükellef kurum) kar payı kazancı üzerinden % 20 oranında kurumlar vergisi öder. Bilindiği üzere normal koşullarda kurumların sermayesine iştirak eden diğer kurumların bu iştiraktan elde edecekleri kar payları KVK madde 5/1-a uyarınca iştirak kazancı olarak nitelendirilmiş ve mükerrer vergilemenin önlenmesi amacıyla vergiden istisna tutulmuştur. Ancak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın sermayesine iştirak eden kurumların bu iştiraktan elde edecekleri kar payları ise GYO'nun elde ettiği kazanç zaten vergiden istisna olduğundan ve teknik olarak mükerrer vergileme de gerçekleşmeyeceğinden iştirak kazançları istisnasının dışında tutulmuştur. Dar mükellef kuruma yapılacak kar dağıtımında ise yine % o oranında stopaj yapılacak ve stopaj nihai vergi olup beyan edilmeyecektir.

- Gerçek kişi ortaklar (tam mükellef gerçek kişi) bakımından elde edilen kar paylarına normalde uygulanan % 15 oranındaki stopaj vergisi, GYO hisselerini elinde tutanların bu hisselerin sahipliği nedeniyle elde edilecek kar paylarında % "o" oranında uygulanacaktır. Bunun nedeni ise daha öncede belirtildiği üzere, 2009/14594 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kazançları dağıtılın veya dağıtılmasın uygulanacak stopaj oranının "o" olarak belirlenmiş olmasıdır. Her ne kadar stopaj yapılmasa da kar payı kazançlarının toplamının yarısı her yıl ilan edilen beyan sınırını aşılırsa kar payı kazançlarının yarısı beyan edilecektir. (Gelir Vergisi Kanunu madde 22 ve 85) Dar mükellef gerçek kişiye yapılacak kar dağıtımında ise yine % o oranında stopaj yapılacak ve stopaj nihai vergi olup beyan edilmeyecektir.

## SONUÇ

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, getiri potansiyeli yüksek gayrimenkuller üzerinde projeler gerçekleştirerek ekonomiye kazandırmak, bu vesile ile de gerek kira geliri gerekse de alım satım kazancı elde etmek amacıyla kurulan ve sermaye piyasası kuralları çerçevesinde faaliyette bulunan halka açık kurumsal ve modern bir organizasyondur.

6 03.02.2009 tarih ve 27130 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır.

7 <http://www.muhasabetr.com/yazarlarimiz/yusufkilic/002/>, erişim tarihi 07.07.2017.

8 02.11.1984 tarih ve 18563 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır.

9 11.07.1964 tarih ve 11751 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır.

10 17.07.1964 tarih ve 11756 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır.

Yine, başta daha az likit olan gayri menkul yatırımlarının, ortaklık hisseleri üzerinden menkul kıymetleştirilmesine sağladığı olanak sayesinde yatırım istenildiğinde paraya çevrilerek hızla likit pozisyona dönüştürülebilmesi ve daha da önemlisi yapılan gayrimenkul yatırımından istenildiği anda "exit (çıkış)" imkânını temin etmesi bakımından da önemli bir finansal yapı statüsüne haizdir.

Malum olduğu üzere, Türkiye'nin sanayi yatırımlarının yarısından fazlası aslında ülkemizin en verimli tarım arazileri üzerinde (marmara ve ege bölgesi gibi) yer almaktadır. Yine hızlı şehirleşmenin ve yanlış şehir planlamalarının getirdiği süreç ile Türkiye'de birçok sanayi tesisi şehir merkezinde ve oldukça pahalı arsalar üzerinde konumlanı hale gelmiştir.

Bahsi geçen problemin çözümlenebilmesi adına, hem şehir içinde yer alan daha pahalı arsaların yerleşime açılarak mevcut sanayi tesislerinin şehir merkezi dışına taşınması hem de mevcut arsa yatırımlarından elde edilecek gelirin sanayiye kanalize edilmesi ile şirketlere üretim yatırımları için finansman kaynağı temin etmesi bakımından gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ülke ekonomisine ciddi düzeyde faydası olabilir.

Bu önerinin fiiliyata geçmesi için kullanılacak temel vergisel araç ise Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 19'uncu maddesinde düzenlenen 'kısmi bölünme' müessesesidir.


Sanayi şirketlerinin kısmi bölünme müessesesini kullanarak yeni kuracakları ya da mevcut GYO'lara koyacakları sermaye ise, bu şirketlerin ellerinde hali hazırda bulunan atıl durumdaki arsalar ile mevcut sanayi tesislerinin üzerinde bulunduğu daha değerli ve getirisi yüksek arsalar olacaktır.

Özellikle şehir merkezinin içinde kalan ve oldukça değerli arsalar üzerinde yer alan mevcut sanayi tesislerinin buralardan taşınarak başka yerlere kaydırılması gerek sanayinin şehir dışına çıkartılması gerekse de bu arsaların daha farklı şekillerde değerlendirilmesi ile elde edilecek finansman kaynağının verimli sanayi yatırımlarında kullanılabilmesi için önemli bir fırsat olacaktır.

Örnek verilecek olur ise, Türk sanayisinin kümelendiği yerlerden biri olan izmit (Kocaeli) ilinin Gebze, Darıca ve Körfez bölgelerinde yer alan sanayi tesislerinin orta ve uzun vadede başka bölgeye kaydırılması arzusunun devletin gündeminde yer aldığı bilinmektedir.

Kısmi bölünme işlemi ile şirketlerin aktifinde yer alan gayrimenkullerin, kurumlar vergisi, kat-

ma değer vergisi, damga vergisi ve tapu harcından istisna olarak yeni kurulacak veya mevcut bir GYO'ya devredilmesinin herhangi bir mali yükümlülük de ortaya çıkarmıyor oluşu ise süreci teşvik eden bir diğer unsurdur.

Makalemiz boyunca dile getirilmeye çalışıldığı üzere, önemli avantajları bünyesinde barındıran gayrimenkul yatırım ortaklıklarının, ülkemizin getirdiği ekonomik dönüşüm sürecinde daha etkin bir şekilde kullanılabilmesi ülkemiz adına faydalı görülmektedir. 

## KAYNAKÇA

6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu

6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

5520 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu

193 Sayılı Gelir Vergisi Kanunu

3065 Sayılı Katma Değer Vergisi Kanunu

488 Sayılı Damga Vergisi Kanunu

492 Sayılı Harçlar Kanunu

2009/14594 Sayılı Bakanlar Kurulu Kararı

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına ilişkin Esaslar Tebliği

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına ilişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ

<http://www.mahfiegilmez.com/>, erişim tarihi 04.07.2017

<http://uemek.blogspot.com.tr>, erişim tarihi 05.07.2017

<http://www.muhasibetr.com/yazarlarimiz/yusufkilibic/002/>, erişim tarihi 08.07.2017

<http://www.gyoder.org.tr/>, erişim tarihi 08.07.2017

<https://hypo.org/emf/>, erişim tarihi 08.07.2017

[www.hazine.gov.tr](http://www.hazine.gov.tr), erişim tarihi 08.07.2017

[www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr), erişim tarihi 08.07.2017

[www.tuik.gov.tr](http://www.tuik.gov.tr), erişim tarihi 08.07.2017

[www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), erişim tarihi 10.07.2017

<https://tr.tradingeconomics.com/>, erişim tarihi 10.07.2017

<https://www.bis.org/>, erişim tarihi 10.07.2017