



Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Fonu Yöneticileri Üzerine Bir Araştırma¹

Gulnaz Sengul Gunes^a, Harun Tanrivermis^b

Öz: Araştırmanın önemi Türkiye’de çok yeni bir sermaye piyasası aracı olan gayrimenkul yatırım fonlarının (GYF) incelenmesidir. Bu amaçla; GYF’ler ve Türkiye’de GYF’lerin gelişimi ile mevcut durumu, ikincil veriler ve paydaş görüşmelerinin sonuçlarına dayalı olarak değerlendirilmiştir. Araştırma verilerinin toplanmasında derinlemesine görüşme tekniği kullanılmış olup, bu yöntemde yüz yüze ve birebir görüşmeler neticesinde yöneticilere araştırma ile ilgili açık uçlu sorular yöneltilmiş, GYF ve Türkiye’deki uygulama sorunları, GYF’lerin ülke ekonomisine, inşaat ve gayrimenkul sektörüne olan katkıları, avantaj ve dezavantajları incelenmiştir. Araştırma ile Türkiye’de henüz yeni sayılabilecek bu yeni yatırım aracının ilerleyen yıllarda daha da gelişeceği öngörülmüş olup gayrimenkule dayalı diğer araçlarda olduğu gibi GYF’lerin kuruluşu, değerlemesi, risk ve yatırım analizleri konularında çalışan Gayrimenkul Geliştirme ve Yönetimi uzmanlarının artırılması ve fonların paydaşları olan kurumlarda istihdam edilmelerinin sağlanması ile sorun çözümü ve fonların gelişimine katkı sağlanmasının mümkün olabileceği ortaya konulmuştur.

Anahtar Sözcükler:

Gayrimenkul Yatırım Fonları,
Sermaye Piyasaları,
Gayrimenkul Finansmanı

JEL: G10, G11, G18, G23

Geliş : 20 Eylül 2019
Düzeltilme : 15 Kasım 2019
Kabul : 06 Şubat 2020

Tür : Araştırma

A Research on Real Estate Investment Fund Managers in Turkey

Abstract: The importance of this research is to examine real estate investment funds (REIF) which is a new capital market instrument in Turkey. For this purpose, it is evaluated the development and current situation of REIF which are capital market instruments based on the results of stakeholder interviews and secondary data. In-depth interview technique was used in collecting research data, and ensured to examine REIFs and application problems in Turkey, the country's economy, their contribution to the construction and real estate sector, the advantages and disadvantages with directed open-ended questions about the investigation to managers with face-to-face interviews. As a conclusion, this new investment vehicle has foreseen further developed in the following years which is relatively new in Turkey and it will be possible to increase the Real Estate Development and Management specialists working in REIFs, risk and investment analysis as well as other vehicles based on real estate and to contribute the development of problem resolution and funds by ensuring that the funds are employed in the institutions which are the stakeholders.

Keywords: Real Estate
Investment Funds, Capital
Markets, Real Estate Finance

JEL: G10, G11, G18, G23

Received : 20 September 2019
Revised : 15 November 2019
Accepted : 06 February 2020

Type : Research

Cite this article as: Sengul-Gunes, G., & Tanrivermis, H. (2020). Türkiye’de gayrimenkul yatırım fonu yöneticileri üzerine bir araştırma. *Business and Economics Research Journal*, 11(2), 431-444.

The current issue and archive of this Journal is available at: www.berjournal.com

^a Res. Asst., Ankara University, Faculty of Applied Sciences, Department of Real Estate Development and Management, Ankara, Türkiye, gsengul@ankara.edu.tr (ORCID ID: 0000-0001-8961-9210)
^b Prof., PhD., Ankara University, Faculty of Applied Sciences, Department of Real Estate Development and Management, Ankara, Türkiye, tanrivermis@ankara.edu.tr (ORCID ID: 0000-0002-0765-5347)

1. Giriş

Günümüzde ülkelerin uluslararası yatırım yapma ve yabancı sermayeye olan gereksinimleri, yabancıların gayrimenkul ve iş faaliyetlerine talepleri ve hızla gelişen ticari gayrimenkul yatırımları, yerel gayrimenkul pazarının hızla uluslararası nitelik kazanmasına neden olmuştur (Tanrıvermiş, 2017). Kısaca küreselleşme de denilen bu kavram imalat, hizmet, sanayi sektöründe birçok yapılanma ve mevzuat değişikliklerini beraberinde getirmiş olup gayrimenkul sektörünün diğer birçok alt dalında da bu değişikliklerin yapılması zorunlu olmuştur. Yapım (inşaat) sektörü, brokerlik firmaları, danışmanlık ve hizmet firmaları, gayrimenkul finansmanı ve yatırımcıları, yeni ekonomik coğrafyada operasyonlarını yerel ölçekten çıkararak küresel ölçüğe çıkarmaya özen göstermişlerdir (Lichtenberger, 1993).

Küreselleşme neticesinde gelişmiş ülkeler ellerinde bulunan fon fazlası tasarruflarını değerlendirmek, gelişmekte olan ülkeler ise fon fazlalıklarını ülkelere çekebilmek adına girişimlerde bulunmaktadır. Ülkelerin bu girişimleri genellikle para ve/veya sermaye piyasası araçlarını kullanarak yaptıkları görülmektedir. Dünyada gayrimenkullerin daha likit varlıklar haline getirilerek uluslararası ticaretin bir parçası haline gelmesi, son dönemlerde hızla yaygınlaşmaktadır. Gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesi demek olan bu yaklaşım, kendini sermaye piyasasında gayrimenkule dayalı yeni araçların oluşması şeklinde göstermiştir. Küreselleşmenin bir sonucu olarak yabancı yatırımcıların sadece kendi ülkelerinde değil, yurtdışında da güvenli biçimde getiri elde edebilmesini sağlayan yolların başında gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları gelmektedir (Brueggeman vd., 1992). Bu sermaye piyasası araçlarından biri olan gayrimenkul yatırım fonları (GYF) da Türkiye’de henüz çok yeni bir kavram olarak karşımıza çıkmakta ve bu çalışmanın da konusunu oluşturmaktadır.

Literatür incelendiğinde, GYF’lerin 1938 yılında İsviçre ve 1959 yılında Almanya’da düzenlendiği kabul edilmektedir (Oruç, 2015). Günümüzde GYF’lerin kurulduğu ülkelere örnek olarak Avusturya, Çek Cumhuriyeti, Finlandiya, Almanya, Fransa, Macaristan, İrlanda, Lüksemburg, Portekiz, Slovakya, İspanya ve İngiltere verilebilmektedir. Avrupa ve Amerika Birleşik Devletleri (ABD) başta olmak üzere birçok ülkede fon büyüklüğünün hızla arttığı, Avrupa’daki GYF’lerin toplam varlık büyüklüğünün yaklaşık 592 milyar Avro olup, bu oranın dünyadaki toplam GYF varlık portföy büyüklüğünün %86’sını temsil ettiği dikkati çekmektedir (Efama, 2018). Gelişmiş ülkeler yanında özellikle Körfez ülkeleri ve Asya-Pasifik bölgesi orijinli sermaye için önemli bir yatırım alanı olarak Türkiye’de gayrimenkul yatırımlarının hızlı artış göstermesi ve fonların hızla büyümesi beklenmektedir.

Araştırma kapsamında GYF yöneticileri ile yapılan yüzyüze görüşmeler neticesinde GYF’lerin uygulama alanlarına yönelik sorunlar ve bunlara karşı getirilen çözüm önerileri ortaya konulmaya çalışılmıştır.

2. GYF’lerin Tanımı ve Kapsamı

GYF’ler, nitelikli yatırımcıların tasarruflarının bir araya getirildiği ve yatırımların gayrimenkullere yönlendirildiği kurumsal bir yapıdır (Bingöl, 2015; Yöner, 2015). Fona yatırımlar yerli ya da yabancı tasarruf sahipleri tarafından yapılabilmekte, karşılığında alınmış olunan katılım belgeleri ile getirilerden payları oranında faydalanabilmektedirler.

Küçük tasarruf sahiplerinin bireysel olarak yatırım yapamayacakları ölçüde yüksek değerli gayrimenkul geliştirme projeleri ve yatırımlara GYF’lerle katılım payı alımı yoluyla ortak olunması ve bu yolla yatırımcının elde ettiği ekonomik getirilerin yanında, yatırım yapılan projenin özelliği ve bilinirliğine bağlı olarak önemli bir sosyal avantajı da yatırımcı elde etmektedir. Bu çerçevede gayrimenkul alımı ile oluşturulan portföylere GYF modelinde tasarruf sahiplerinin katılım payları satın alarak yatırım yapmasıyla tasarruf sahibine kira ve değer artışı gibi gayrimenkul kazancı elde etme imkanı sağlanmakta ve bu tür yatırım araçlarına yönelik vergi ve diğer düzenlemelerle cazip kılınarak iç piyasada kaynak gereksinimi yüksek olan projeler için fon oluşturulması mümkün olmaktadır. Fondan katılım payı almak yerine tasarruf sahibinin doğrudan gayrimenkul alımı, şirketin pay senedinin alımı, ihraç halinde kira sertifikası alımı gibi alternatiflerin de olduğu dikkate alındığı zaman, neden fondan katılım payı alınması gerektiğinin iyi analiz edilmesine gereksinim olacaktır. Fonun yatırımcılara sağlayacağı getiri dışında; katılım belgelerinin ikincil piyasalarda satışının yapılması yoluyla sermaye piyasalarının gelişmesine katkı yapılacak ve fonun iştirak ettiği projelerin

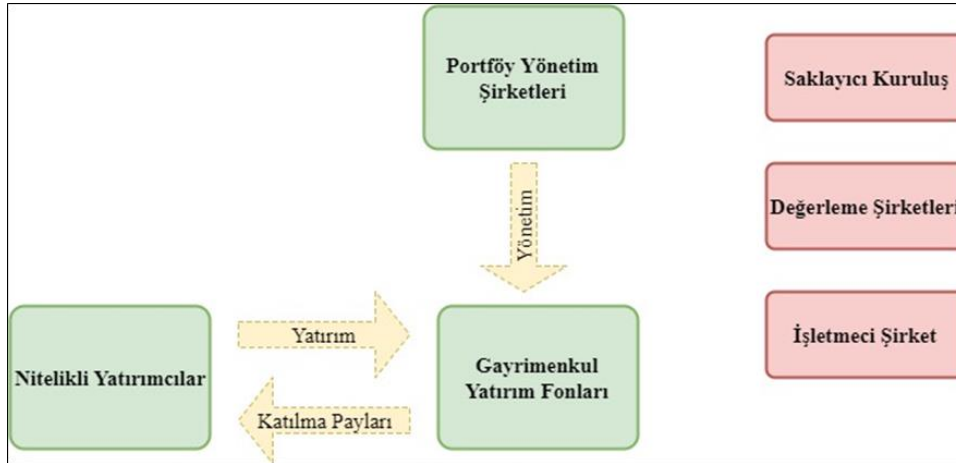
finansmanının sağlanması ile de piyasada rekabet koşullarının iyileşmesi ve yatırım projelerinin finansmanının gerçekleştirilmesi mümkün olacaktır. Bunun dışında GYF'lerin yatırımcılarına sosyal getiri de sağlaması nedeniyle sadece parasal değer olarak ifade edilmesinin güç olduğu bilinmektedir.

Gayrimenkul yatırımları ile ilgilenen, ancak bunların güvenilirliğinden emin olamayan veya yeterli zamanı olmayan yerli ve yabancı nitelikli yatırımcılar açısından GYF'ler bir alternatif yatırım aracı olarak görülmektedir. Özellikle yabancı yatırımcılar için Türkiye'de gayrimenkullerin alım-satımı ve yatırımı hususunda yerel firmalarla çalışmaktansa devlet garantili, SPK tarafından sıkı denetime ve korumaya tabi tutulmakta olan bir yatırım sistemine dahil olarak dolaylı yoldan da olsa gayrimenkul sahibi olmak hem güvenilirlik, hem zaman, hem de vergisel avantajları yönünden makul bulunmakta ve genel olarak bu fonların avantajlı olduğu ifade edilmektedir.

GYF'lerin en önemli özellikleri enflasyona karşı koruma sağlayarak yüksek kazanç sağlayabilmesi ve aynı zamanda gayrimenkullere iştirak edilebilmesidir. Aynı zamanda fonlar gayrimenkul sektörünün gelişmesine de katkı sağlamaktadırlar. Genel anlamda GYF'ler bankalardan kredi alarak, ipotek satarak kendilerine kaynak yaratmakta ve bu kaynakları gayrimenkul ve diğer varlıkları satın alarak kullanmaktadırlar (Süngü, 1989).

GYF'ler en genel anlamda gayrimenkullerden ve diğer varlıklardan oluşan bir havuzun nitelikli yatırımcılardan oluşan tasarruf sahiplerinden alınan nakitlerle yatırımcılara katılma paylarının verilmesi ile oluşturulan bir sistem şeklinde tanımlanabilmektedir. Her ne kadar en temel anlamda sistemin unsurlarını nitelikli yatırımcılar ve portföy yönetim şirketleri oluştursa da saklayıcı kuruluşlar, değerlendirme şirketleri, işletmeciler şirket GYF'lerin diğer önemli aktörlerindedir (Şekil 1).

Şekil 1. GYF'de Tarafların Tanımlanması



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

Dünyada birçok ülkede yaygın olarak kullanılan GYF modeline Türkiye 03.01.2014 tarihinde SPK'nın yürürlüğe koyduğu "Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile geçmiş ve böylece sermaye piyasalarına yeni bir yatırım aracı girmiştir. Anılan yasal düzenlemenin yapılmasından sonra yabancıların yatırım fonlarına olan ilgisi artmış ve kısa sürede sayıları 50'ye yaklaşan fonun kuruluşu yapılmıştır. 2019 yılı itibarıyla SPK'da ihraç belgesi onaylanan portföy yönetim ya da gayrimenkul portföy yönetim şirketlerinin sayısı 16 olup, bunlara bağlı GYF sayısı 45 olmuştur (SPK, 2019a). Türkiye'de 2017 yılında GYF'ler adına ilk yatırım Re-Pie Portföy Yönetim Şirketi tarafından Anadolu Stratejik GYF adına yapılmıştır. Türkiye'de 2019 yılının ilk çeyreğinde ihraç belgesi onaylanan GYF'lerin toplam portföy değerleri incelendiği zaman; İş Portföy Yönetimi A.Ş. Quasar İstanbul Konut GYF'nin 657.069.831 TL ile en yüksek değere sahip olduğu ve en yüksek

yatırımcı sayısına sahip GYF’nin ise 112 yatırımcı ile Ak Portföy Yönetimi A.Ş. Birinci GYF olduğu görülmektedir (SPK, 2019b).

3. Literatür İncelemesi

Türkiye’de GYF’lerle ilgili sınırlı sayıda çalışma bulunmasına rağmen dünyada özellikle birçok Avrupa ülkesi, ABD ve Asya-Pasifik ülkelerinde GYF’lerin eski bir yatırım aracı olması nedeniyle daha çok fonların performans ölçümüne yönelik birçok çalışmanın olduğu görülmektedir. Bunun dışında fon yöneticilerinin performansını ölçen çalışmalar da dikkati çekmektedir. Literatürde GYF yöneticilerine yönelik bir çalışmaya rastlanılmadığı için, burada GYF’lerle ilgili bazı çalışmaların bulgularına yer verilmiştir.

Brueggeman vd. (1992) yaptıkları çalışmada, 1972 ve 1991 dönemlerine ait iki adet melez GYF’nin performansını incelemiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre portföy çeşitlendirmesinin riski düşürdüğü ve getirileri yükselttiği, incelenen dönemde enflasyona karşı bir önlem oluşturduğu görülmüştür. Fletcher (1993) çalışmasında, 18 ayrı melez GYF’nin 1983 - 1988 döneminde portföy özellikleri ve getiri oranlarını karşılaştırmalı olarak incelemiştir. Bulguların ölçümünde regresyon analizi kullanılmış olup, araştırma sonuçlarına göre gayrimenkul yatırımlarının büyüklüğü ve portföyün likiditesi ile portföyün getirisi arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Dirk ve De Wit (1993) yaptıkları çalışmada, Hollanda Borsası’ndan aldıkları GYF verilerini kullanarak değerlendirme odaklı getirilerde kurum içi ve kurum dışı değerlendirmeler arasındaki sapmaları ölçmeye çalışmışlardır. Çalışma sonuçları kurum içi değerlendirme bazlı getirilerin değişkenliğinin düşük ve kurum dışı değerlendirme bazlı getirilerin sapma düzeyinin yüksek olduğunu göstermektedir. Myer ve Webb (1993), melez GYF’ler üzerinde risk odaklı performans ölçümünün kıyaslama tercihlerine etkisini incelemiştir. Çalışma kapsamında 47 adet GYF, Jansen Alfa ölçüm tekniği kullanılarak kıyaslanmış ve farklı gayrimenkul piyasa endeksleri kullanımının performans sonuçları üzerinde çok etkili olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. O’Neal ve Page (1998), çalışmalarında 1996 ve 1998 yılları arasında faaliyet gösteren 28 adet GYF’yi incelemişler ve araştırma sonuçlarına göre gayrimenkul yatırım ortaklığı endeksi ve GYF’lerin performansları arasında pozitif ilişki bulunurken, GYF yaşı ile fon performansı arasında negatif ilişki bulunduğunu ortaya çıkarmışlardır. Lin ve Yung (2004) çalışmalarında, 1993 - 2001 dönemi GYF performansının analizini yapmışlar ve bu dönemde incelenen GYF’lerin toplam gayrimenkul sektörü ortalamasının üzerinde performans sergilemediği bulgusuna ulaşmışlardır. Vasques vd. (2009) yaptıkları çalışmada, Portekiz’deki GYF’lerin performansını incelemiştir. Buna göre fon performansının kısa ve uzun dönemde önceden tahmin edilebilirliği incelenmiştir. Çalışmada açık uçlu fonlarda performansın kalıcılığı ve fon yöneticilerinin daha önce getiri sağladıkları gayrimenkullere tekrar yatırım yapma eğiliminde oldukları sonucuna ulaşılmıştır. Xing vd. (2010) çalışmalarında, ABD’de yaygın olarak kullanılan çekirdek, katma değerli ve fırsatçı GYF türlerini İngiltere’deki fonlara uyarlayarak, iki ülkedeki fonları karşılaştırmışlardır. Çalışmada İngiltere’de çekirdek fonların ve katma değer yaklaşımı fonların ABD’ye göre daha az kullanıldığı belirtilmiş, dördüncü bir yaklaşım olan çekirdek artı yaklaşımı ile fonların karşılaştırmasının yapılmasının daha sağlıklı sonuçlar vereceği ileri sürülmüştür. ABD’deki fırsatçı GYF’lerin ise İngiltere’ye nazaran benzer kalıpla daha iyi performans sergilediği sonucuna varılmıştır.

Lee (1997), çalışmasında fon performansından ziyade GYF yöneticilerinin performanslarını karşılaştırmıştır. Çalışmada 37 adet GYF’nin 1987 - 1995 dönemi verileri kullanılarak GYF yöneticileri için zamanlamanın varlığı ve seçim tercihleri incelenmiştir. Zamanlama ve seçicilik arasındaki olumsuz ilişki, yöneticinin düşük bir sistematik risk portföyü seçmesi durumunda, uygun zamanlama becerisine sahip olmadığı görüşünden ileri geldiği ve araştırma sonuçlarına göre çok az bir fonun zamanlama konusunda başarılı olduğu ortaya konulmuştur. Bunun dışında Kaushik ve Pennathur (2013) yaptıkları çalışmada, GYF yöneticilerinin zamanlama kabiliyetlerini 1990-2009 yıllarına ait verileri kullanılarak incelemiştir. Araştırma sonuçlarına göre fon yöneticilerinin ayı piyasasından ziyade boğa piyasasında pozitif zamanlama kabiliyetlerinin olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Fonların ve fon yöneticilerinin performansını ölçen çalışmalar dışında, Focke (2006)’un çalışmasında, Alman açık uçlu GYF’lerin tarihsel gelişimi, kurulması ve özellikleri değerlendirilmiştir. Çalışmada Dördüncü Finansal Piyasaları Teşvik Kanununun² etkileri incelenmiş ve Alman açık uçlu GYF’lerin portföy yatırımlarını uluslararası piyasalarda arttıracakları görüşü ortaya konulmuştur. Redding (2006)’in çalışmasında, GYF’ler için

günlük olarak hesaplanan net varlık değerinin saptanmasının zorluklarına değinilmiş, fon fiyatlarının yatırımcılar arasında yanlış servet dağılımını doğuracağı vurgulanarak bu sorunu aşmanın yolunun yöneticilerin portföydeki bütün gayrimenkullerin değerlerini bugünkü değer olarak ifade etmelerine bağlı bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Brounen vd. (2007) yapmış oldukları çalışmada, borsaya kote edilmiş GYF'ler ile kote edilmemiş GYF'ler arasındaki şeffaflığı incelemişlerdir. Araştırma sonuçlarına göre borsaya kote edilmemiş fonlar şeffaf olmayan ve karmaşık yapıya sahiptir. Galloppo ve Mundula (2015) yaptıkları çalışmada, İtalya'da kapalı uçlu GYF'leri incelemişlerdir. İtalya'da kamu müdahalelerinin özel sektör üzerinde etkili olup olmadığının araştırıldığı çalışmada, araştırmanın yapıldığı tarih ve önceki 10 yılda uluslararası tahvil ve hisse senedi piyasasına göre kapalı uçlu GYF'lerin kötü performans sergilediği belirtilmiş olup, tam tersi açık uçlu GYF'lerde ise bu durumun yaşanmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Türkiye'de yapılmış olan çalışmalarda daha çok kavramsal çerçeveye yönelik araştırmaların yapıldığı görülmektedir. Buna göre Özgüç (2008)'in çalışmasında, Almanya, Malezya, Kore, Hindistan, Slovakya ve Çek Cumhuriyeti'ndeki GYF'ler incelenmiştir. Araştırmada dünyada GYF ile ilgili düzenlemelerin daha çok Almanya'da yer alan açık uçlu GYF'lerden örnek alındığı ve bu yüzden Türkiye'de yer alan olası mevzuat düzenlemelerinde Almanya'nın örnek alınması, değişik ülke uygulamalarında meydana gelen krizlerin dikkate alınarak asgari günlük likidite oranlarının belirlenmesi, fonların değerlemesinde gayrimenkul değerlendirme uzmanlarının belirli dönemlerde rotasyona tabi tutulması gerektiği ileri sürülmüştür. Coşkun (2015) çalışmasında GYF'lerin Türkiye'deki gelişiminden bahsetmiş ve GYF uygulamalarında karşılaşılan sorunlara değinmiştir.

4. Gayrimenkul Yatırım Fonu Yöneticilerine Yönelik Bir Araştırma

4.1. Araştırmanın Amacı, Kapsamı ve Verilerin Toplanması

Araştırmanın amacı GYF paydaşlarından olan GYF yöneticileri ile yüzyüze görüşme metodu ve açık uçlu soru formu kullanılarak Türkiye'de GYF'ler ile ilgili uygulamada ortaya çıkan sorunlar, GYF'lerin etkileri, yasal düzenlemelerdeki eksikliklerin tanımlanması ve bu bağlamda çözüm önerilerine ilişkin görüş ve değerlendirmelerin incelenmesidir. Soru formlarının oluşturulmasında ülkede yeni bir araç olan ve uygulama alanı bulan fonların gelecek dönemlerde daha hızlı geliştirilerek sermaye piyasasına katkı sağlanması ve böylece ülke ekonomisi ve özellikle inşaat ve gayrimenkul sektörlerine fonların katkılarının artırılabilmesi için alınması gereken önlemlerin tanımlanmasına dikkat edilmiştir.

Saha çalışmasında yüzyüze görüşme ve derinlemesine araştırma veya mülakat tekniğinin seçilmiş olmasının temel nedenleri; gözlem sayısının azlığı ve GYF'lerin çok yeni bir sermaye piyasası aracı olması nedeniyle konuyla ilgili tecrübesi olan yeterli sayıda uzmana ulaşılamamış olması sayılmaktadır. Araştırmada GYF yöneticilerine 34 adet soru yöneltilmiş ve alınan cevapların gruplanması yapılmış olup, araştırma sonuçları şirket veya kurum ismi verilmeden tartışılmıştır. Derinlemesine ilişkin görüşme sonuçlarının oran veya sayı olarak ifade edilmesi yerine üzerinde görüş birliği olan hususların vurgulanması ve görüş ayrılıklarının önemli görülmesi halinde ayrıca belirtilmesi yoluna gidilmiştir.

Bünyelerinde GYF bulunan portföy yönetim şirketleri ya da gayrimenkul portföy yönetim şirketlerinin yöneticileri ile yapılan görüşmelerin sonuçlarına göre GYF'lerin öncelikle ülke ekonomisi ve özel olarak inşaat ve gayrimenkul sektörlerine olan katkıları ile bu katkıların artırılması için alınması gereken önlemlere ilişkin düşünceleri irdelenmiştir. Bu amaçla faaliyette bulunan portföy yönetim şirketlerinden dokuzunun portföy yöneticisine ulaşılmış ve hazırlanan soru formu kullanılarak derinlemesine görüşme yapılmıştır.

4.2. Bulgular

Portföy yöneticilerinin GYF'lerin ülke ekonomisine sağladıklarını düşündükleri katkıların başında yabancı yatırımcıların Türkiye'de kolaylıkla yatırım yapabilecek olması ve bu yolla ülkeye sıcak para girişinin sağlanabilmesi gelmektedir. Ülke ekonomisine sağlayabileceği diğer önemli bir katkı ise küçük birikim sahiplerinin büyük gayrimenkul yatırımlarına katılabilmeleri ve bu yolla tasarruf sahiplerinin yastık altında kalan birikimlerinin dolaşıma açılarak ülke ekonomisine canlılık getirilebilmesi olarak görülmektedir. Saha çalışmalarının sonuçlarına göre GYF'lerin ülke ekonomisine katkısı; bankacılık sistemi için yeni kaynak

yaratılması ve bankaların kredilerinin rahatlatılması, ülke ekonomisine yeni kaynak girişinin sağlanması ve sermaye piyasası araçlarında çeşitliliğin artırılması, yabancılara yönelik yeni yatırım alanlarının oluşturulması, döviz girişinin artırılması ve ödemeler dengesine olumlu katkı yapılması olarak sıralanabilir.

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

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

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

Araştırmaya katılan portföy yöneticileri, gayrimenkul alım-satımından ziyade GYF’lere yatırım yapmanın daha karlı olduğunu beyan etmişlerdir. Sadece bir portföy yöneticisi doğrudan ya da dolaylı olarak yapılan yatırımların avantajının gayrimenkul türüne veya getirisine göre değiştiğini vurgulamıştır. Görüşme sonuçlarına göre doğrudan yatırıma nazaran GYF’lere yatırım yapmanın daha avantajlı olma nedenleri şu şekilde sıralanabilir:

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

Araştırmaya katılan fon yöneticileri GYF'lere ilişkin uygulamada doğabilecek temel sorunları genel olarak personelin teknik konularda olan eksikliği, yabancı yatırımcıların ülke riski nedeniyle yatırım yapmamaları, tebliğde yer alan eksiklikler gibi konular üzerinden değerlendirirken çözüm önerileri arasında hem reel sektörün hem de kamu sektörünün denetlenebileceği tek bir denetleyici ve düzenleyici kurulun kurulması, risk yönetimi de içerecek yeni uygulamaların değerlendirmeye alınması, yabancı yatırımcıların ilgisini çekebilmek adına yeni vergisel teşviklerin getirilmesi şeklinde sıralanabilmektedir.

GYF yöneticilerinin gayrimenkul yatırımı yaparken dikkat ettikleri hususlar arasında kira ve satış getirisi yüksek, alış bedelinin yatırım yapılabilir düzeyde olduğu, likidite riski düşük, yasal kısıtının bulunmadığı, alternatif yatırım araçlarına göre getirisinin yüksek olduğu, fonun kendi yatırım stratejilerine uyan gayrimenkullerin tercih edildiği dikkati çekmektedir.

GYF'lerin yatırım yapacakları gayrimenkul türü iç tüzükle belirtilebilmekte ve sadece iç tüzükte yer alan o gayrimenkul türüne göre yatırım yapılabilirdir ya da fon portföyü içerisinde farklı gayrimenkul türlerini barındırabilmektedirler. GYF yöneticilerinin en fazla hangi gayrimenkul türüne yatırım yapmak istedikleri sorusuna GYF yöneticileri çeşitli yanıtlar vermişlerdir. Saha çalışmalarının sonuçlarına göre en fazla ticari gayrimenkullere yatırım yapma eğiliminde oldukları saptanmıştır. Ticari gayrimenkullere yatırım yapmayı istemelerinin nedenleri arasında satış getirilerinin yüksek olması, yatırımın geri dönüş süresinin kısalığı ve sürdürülebilir bir yatırım aracı olması gelmektedir. Ayrıca GYF yöneticileri getiri oranlarının yüksek olması, nakde dönüştürülmesinin kolaylığı ve satış oranlarının yüksek olması nedenleriyle konut yatırımları da tercih edilen yatırım türlerindedir. Henüz yeterince bilinmeyen veya doymamış pazar olması bakımından lojistik, eğitim ve sağlık yatırımları da GYF yöneticilerinin tercihleri arasında ilk sıralarda gelmektedir (Tablo 1).

Tablo 1. GYF Yöneticilerinin Yatırım Tercihleri

Gayrimenkul Türü	Yatırım Gerekçesi
Ticari (dükkan-ofis)	Satış getirisinin yanında satış anına kadar kira getirisi de sağlayabilmesi Nakde dönüşümünün kolay olması Sürdürülebilir yatırım aracı olması
Konut (lokasyon durumuna göre)	Satılabilme oranı yüksek, inşaatı yapan şirketlerin güvenilirliği ve yüksek kazanç oranları yaratabilecek nitelikte olması
Arsa - arazi	Değer artış potansiyelinin yüksek olması
Kira getirili varlıklar	Düzenli temettü dağıtması
Sorunlu varlıklar (distressed assets)	Potansiyel getiri
Lojistik, eğitim ve sağlık yatırımları	Bilinmeyen veya doymamış pazar olması

Türkiye’de GYF mevzuatında yer alan vergisel avantajların yeterli olup olmadığı sorusuna GYF yöneticilerinin %70’i “yetersiz” yanıtını vermişlerdir. Özellikle gayrimenkul alım-satımında ödenen tapu harçlarına sat-geri kirala işlemlerinde olduğu gibi istisna getirilmesi, gayrimenkul alımlarında ödenen KDV’nin gayrimenkul satışına kadar fon üzerinde kalması nedeni ile fona gayrimenkul alımlarında KDV istisnası uygulanması gerektiği, portföy yöneticileri tarafından vergisel anlamda düzeltilmesi gereken eksikliklerin başında gelmektedir. Menkul kıymet fonları, girişim sermayesi fonları ve gayrimenkul yatırım fonlarının aynı vergi rejiminde ve benzer vergi avantajlarına sahip olması, Türkiye’nin içinde bulunduğu ekonomik ve siyasi koşulları içerisinde gayrimenkul yatırımlarının kurumsallaşması adına GYF’lerde vergisel teşviklerin olmasının son derece önemli olduğu verilen yanıtlar arasında yer almaktadır.

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

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

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

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

Tablo 2. Yabancı Yatırımcıların Türkiye’deki Yatırım Tercihleri

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

GYF portföy yöneticilerinin vermiş oldukları yanıtlara göre Türkiye’de yatırım yapmak isteyen yatırımcıların çoğunu Körfez Ülkeleri’nden gelen yabancı yatırımcılar oluşturmaktadır. Körfez Ülkeleri’nin en çok yatırım yapmak istedikleri il İstanbul olup, Bursa, Çanakkale ve Yalova gibi özellikle Marmara Bölgesi’ndeki illerin gayrimenkul piyasalarının da yoğun ilgi gördükleri tespit edilmiştir. Körfez Ülkeleri’nin yatırım yapma eğiliminde olma nedenleri arasında gayrimenkullerin fiyatı, kalitesi, ulaşım kolaylığı, havaalanına yakınlığı ve

çevresel özellikler gibi faktörler etkili olmakta iken, sadece prestij sağlamak için yapılan yatırımların da olduğu dikkat çekmektedir. Ancak Türkiye'nin içinde bulundurduğu politik riskler de yabancı yatırımcının yatırım yaparken dikkat ettiği hususlar arasında yer almaktadır. Avrupa Ülkeleri'nden gelen yabancı yatırımcıların aradıkları kriter arasında daha çok risk düzeyi düşük olan gayrimenkul yatırımlarını tercih ettikleri tespit edilmiştir (Tablo 2).

GYF'lerde asgari fon büyüklüğünün 10.000.000 TL tutarında olması ve bu tutarın azaltılıp ya da artırılması hususunda fikir beyan eden fon yöneticileri genel anlamıyla belirtilen tutarın yeterli olduğu konusunda görüş bildirmişlerdir. Sadece bir GYF yöneticisi asgari büyüklüğü 50 ile 100 milyon TL arasında olması gerektiğini belirtmiştir. GYF yöneticilerinin tapuda tescil işlemleri sırasında oluşan ya da oluşabilecek sorunlar olup olmadığı konusunda verdikleri yanıtlar ise değişim göstermektedir. Büyük çoğunlukla tapu tescil işlemleri sırasında oluşan bir sorun olmadığına değinen GYF yöneticileri olası sorunlara karşılık tapu çalışanlarının bilgilendirilmesi ve mevzuata hakim olmaları konularında çalışma yapılması gerektiği hususlarında görüş bildirmişlerdir.

GYF yöneticileri dünyadaki örnekleri ile karşılaştırıldığı takdirde Türkiye'deki yasal düzenleme ve uygulamaların genel olarak yetersiz olduğu kanaatini paylaşmışlardır. Uygulamada doğan sorunlarda menkul kıymet fonlarının baz alındığı, ancak GYF'ler için ayrıca daha kapsamlı yasal düzenlemeler yapılması gerektiği, vergi yükümlülüğüne ilişkin düzenlemelerin genişletilmesi ve finansal kiralama şirketlerine sağlanan sat-geri kirala işlemlerinde olduğu gibi kolaylık sağlanan tapu harçları gibi düzenlemelerin GYF'ler için de uygulanabilmesi gerekli düzenlemeler arasında yer almaktadır (Tablo 3).

Tablo 3. GYF Yöneticilerinin Tebliğde Yer Almasını İstedikleri Konulara İlişkin Görüşler

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

GYF yöneticilerinin "Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Esaslarına İlişkin Tebliğ"de yer almalarını istedikleri konuların başında GYF'lerin gayrimenkul projelerinin tamamına yatırım yapabilmeleri gelmektedir. Her ne kadar TOKİ, İller Bankası A.Ş., belediyeler ve ilgili kamu kuruluşlarınca gerçekleştirilen inşaat ruhsatı alınmış bağımsız bölümler fon portföyüne dahil edilebilse de bu konuda tapuya tescil işlemlerinin uygulamada nasıl olacağına dair eksikliklerin olduğu vurgulanmaktadır. GYF yöneticilerinin eksik buldukları bir diğer husus ise gayrimenkul yatırımlarının sadece ülke sınırları içerisinde yapılabilmesidir. Gayrimenkul yatırımlarının aynı zamanda ülke sınırları dışında da yapılabilmesi gerektiği fon yöneticileri tarafından belirtilmiş olup, mevcut düzenleme GYF'lerin gayrimenkul piyasalarının uluslararasılaşması fikri ile de çelişkili bulunmaktadır.

GYF yöneticilerinin çoğuna göre sadece Başbakanlık TOKİ Başkanlığı - Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı gibi kamu kurumları ve iştiraklerince geliştirilen projelerin daha inşaat aşamasında GYF’lerin yatırım yapabilmesi, özel sektör aleyhine haksız rekabet teşkil ettiği biçiminde değerlendirilmektedir. Haksız rekabetin önüne geçebilmek için proje aşamasında olan yatırımlarda bina tamamlama sigortası yapılması koşulu ile GYF’lerin proje aşamasında yatırım yapmasına imkân verilmesi önerilmektedir. Bazı fon yöneticilerine göre sadece belirtilen kuruluşların yer aldığı projelere yatırım yapılabilmesi, yatırımcıyı devlet nezdinde koruma altına almak açısından önem teşkil etmektedir (Tablo 4).

Tablo 4. GYF Yöneticilerine Göre GYF’lerin Etkin Olabilmesi İçin İlgili Kurum ve Kuruluşların Yapmaları Gereken İşlemler

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

GYF yöneticilerine göre fonların etkin çalışabilmesi için işleyişinde yer alan kurum ve kuruluşlara ilişkin bazı öneriler de yapılmaktadır. Bunların başlıcaları GYF’lerin Türkiye’de yeni bir finansal araç olması dolayısıyla bütün kurum ve kuruluşlar tarafından yeterince iyi tanıtılabilmesi, GYF konusunda nitelikli personelin yetişmesine katkı sağlanması ve gayrimenkul yatırımlarının sadece tek bir bölge ile sınırlı kalmayıp ülkenin kıyı bölgeleri dahil bütün bölge ve illerine yayılabilmesi ve böylelikle ekonominin gelişmesine imkan sağlaması öneriler arasında yer almaktadır. Özet olarak Türkiye’de GYF’lerin yatırımlarının il ve gayrimenkul yatırımının türü yönlerinden çeşitlendirilmesine gereksinim olduğu ortaya çıkmaktadır.

5. Sonuç

Gayrimenkul yatırımlarının finansmanı ve yatırımların menkul kıymetleştirilmesine önemli katkısı olan GYF’ler, gelişmiş ülke ekonomilerinde önemli rol oynamaktadırlar. Avrupa’da çok yaygın bir yatırım aracı olan GYF’lerin Türkiye’de 2014 yılında yürürlüğe giren Gayrimenkul Yatırım Fonları Tebliği ile uygulama altlığı oluşturulmuştur. Türkiye’de 2019 yılına gelindiğinde GYF’lere olan ilgi artmış ve sayıları 40’ı aşan yeni fonlar kurulmuştur. SPK’dan faaliyet izni alan GYF’lerin başlıca yatırım alanları içinde marka konut projelerinin, karma gayrimenkul projelerinin ve arazi (veya imar parseli) ediniminin yer aldığı tespit edilmiştir. Yasal düzenleme yapılmasından bu yana çok kısa süre geçmesine rağmen, fon kuruluşu ve yatırımların hızla yapıldığının vurgulanması gerekmektedir.

Araştırma kapsamında GYF’lerin genel olarak çerçevesi çizilmiş ve Türkiye ekonomisinde ileriki dönemlerde lokomotif olabilecek GYF’lere ilişkin sorunlar ve çözüm önerileri ortaya konulmuştur. Bu çerçevede GYF yöneticileri ile görüşme niteliğinde derinlemesine görüşme tekniğine yönelik soru formları

kullanılarak GYF yöneticilerinin görüş ve değerlendirmeleri alınmış, mevcut durum, gelişme eğilimleri ve temel sorun alanları ile çözüm önerilerinin katılımcı bir yaklaşımla geliştirilmesi hedeflenmiştir. Araştırmada 9 portföy yönetim şirketine ulaşılmış olup yöneticilere GYF'lere ilişkin sorunlara ve çözüm önerilerine ilişkin sorular yöneltilmiştir.

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

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

GYF portföy yöneticilerinin vermiş oldukları yanıtlara göre Türkiye'de yatırım yapmak isteyen yatırımcıların çoğunu Körfez Ülkeleri'nden gelen yatırımcıların oluşturduğu tespit edilmiştir. Körfez Ülkeleri'nin en çok yatırım yapmak istedikleri il İstanbul olurken, bu ili Bursa, Çanakkale ve Yalova gibi özellikle Marmara Bölgesi'ndeki illerin gayrimenkul piyasaları izlemektedir. Körfez Ülkeleri'nin yatırım yapma eğiliminde olma nedenleri arasında gayrimenkullerin fiyatı, kalitesi, ulaşım kolaylığı, havaalanına yakınlık ve çevresel özellikler gibi faktörler etkili olmakta iken, sadece prestij sağlamak için yapılan yatırımların da olduğu dikkat çekmektedir.

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

Fon kurucusu ve portföy saklayıcısının mal varlığının portföyden bağımsız olması esasında yatırımcıları korumaya yönelik bir önlem olarak düşünülmüş olup uygulamada tasarruf sahiplerinin istedikleri

anda yatırımlarını nakde dönüştürebilmesi, piyasada yakın tarihli fiyatlama mekanizmasının oluşturulması ve bu yönde devlet tarafından atılacak adım ya da yapılacak çalışmalar, yatırımcıların korunması ve ülkeye olan güvenlerinin artırılması açısından son derece önemli görülmektedir.

Yabancı yatırımcıların ilgi seviyelerini artırabilmek için içinde bulunulan siyasi ve ekonomik durumun iyileştirilmesi, yabancı yatırımcılara yönelik hukuki düzenlemelerin yapılması, jeopolitik risklerin azaltılması, döviz kurlarının belirli bir seviyede tutulabilmesi, yabancı sermayeyi çekebilecek ekonomik reformların düzenlenmesi gerekmektedir. Yabancı sermayenin Türkiye’ye girişinde öncelikli amaç ise yatırımların uzun vadeli yatırımlara yönelik olabilmesini sağlamaktır. Özellikle İslam ülkelerinden yabancı yatırımcı çekebilmek açısından İslami finans kurallarına göre çalışan GYF kurulması ve ürün çeşitliliğinin sağlanması Türkiye’de finans sektörüne katkı sağlayacaktır.

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

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

Beyan ve Açıklamalar (Disclosure Statements)

- 1. Bu çalışmanın yazarları, araştırma ve yayın etiği ilkelerine uyduklarını kabul etmektedirler (The authors of this article are admitted that they complied with the principles of research and publication ethics).*
- 2. Yazarlar tarafından herhangi bir çıkar çatışması beyan edilmemiştir (No potential conflict of interest was reported by the authors).*
- 3. Bu çalışma, intihal tarama programı kullanılarak intihal taramasından geçirilmiştir (This article was screened for potential plagiarism using a plagiarism screening program).*

Son Notlar

- 1. Bu çalışma Gülnaz Şengül’ün Prof.Dr. Harun Tanrıvermiş danışmanlığında yürüttüğü “Gayrimenkul Yatırım Fonları ve Türkiye’deki Uygulamalarının Değerlendirilmesi” adlı yüksek lisans tezinden türetilmiştir.*
- 2. Dördüncü Finansal Piyasaları Teşvik Kanunu 1 Temmuz 2002’de Almanya’da yürürlüğe girmiştir. Kanunun amacı Alman finans piyasasının küresel ortamda meydana gelen hızlı yapısal değişikliklere uyumunu gerçekleştirmektir.*

Kaynaklar

- Bingöl, M. (2015). Gayrimenkul fonu yatırımcılarında vergi avantajları. *Finans Gündem*. <https://www.finansgundem.com/yazarlar/gayrimenkul-fonu-yatirimcilarinda-vergi-avantajlari-yazisi/466758> (Erişim Tarihi: 13 Ocak 2020).
- Brounen, D., Veld, H.O., & Raitio, V. (2007). Transparency in the European non-listed real estate funds market. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 13(2), 107-118.
- Brueggeman, W. B., Chen, A. H., & Thibodeau, T. G. (1992). Some additional evidence on the performance of commingled real estate investment funds: 1972-1991. *The Journal of Real Estate Research*, 7(4), 433-448.
- Coşkun, Y. (2015). Türkiye’de konut finansmanı: Sorunlar ve çözüm önerileri. Türkiye Bankalar Birliği, İstanbul.
- Dirk, P.M., & De, W. (1993). Smoothing bias in in-house appraisal-based returns of open-end real estate funds. *The Journal of Real Estate Research*, 8(2), 157-170.
- Efama, (2018). International statistical release, worldwide regulated open-ended fund assets and flows trends in the third quarter of 2018. <https://www.efama.org/Publications/Statistics/International/Quarterly%20%20International/International%20Statistical%20Report%20Q3%202018.pdf> (Erişim Tarihi: 13. Mart 2019).
- Fletcher, S. (1993). Portfolio considerations in commingled real estate funds. *The Journal of Real Estate Research*, 8(2), 171-187.
- Focke, C. (2006). The development of German open-ended real estate funds. *Journal of Real Estate Literature*, 14(1), 39-55.
- Galloppo, G., & Mundula, L. (2015). Analysis of closed real estate funds in Italy. *Journal of Real Estate Literature*, 23(1), 85-114.
- Kaushik, A., & Pennathur, A. (2013). On the timing of real estate mutual funds across market cycles. *Journal of Real Estate Practice and Education*, 16(2), 93-106.
- Lee, S. L. (1997). The components of property fund performance. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 3(2), 97-105.
- Lichtenberger, E. (1993). Internationalization and restratification of the real-estate market, the labor-market and the housing-market - comparative research in Vienna, Budapest and Prague. *Mitteilungen Der Osterreichischen Geographischen Gesellschaft*. 135, 7-40.
- Lin, C. Y., & Yung, K. (2004). Real estate mutual funds: Performance and persistence. *Journal of Real Estate Research*, 26(1), 69-94.
- Myer, F. C. N., & Webb, J. R. (1993). The effect of benchmark choice on risk-adjusted performance measures for commingled measures for commingled real estate funds. *The Journal of Real Estate Research*, 8(2), 189-204.
- O’Neal, E. S., & Page, D. E. (1998). Real estate mutual funds: Abnormal performance and fund characteristics. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 6(3), 239-247.
- Oruç, V. (2015). Dünyada ve Türkiye’de gayrimenkul yatırım fonları. <https://www.hukukihaber.net/dunyada-ve-turkiyede-gayrimenkul-yatirim-fonlari-makale,4133.html> (Erişim Tarihi: 13 Mart 2019).
- Özgüç, E. (2008). Gayrimenkul yatırım fonları: Çeşitli ülkelerdeki uygulamalar ve Türkiye için öneriler. Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara.
- Redding, L. S. (2006). Persistent mispricing in mutual funds: The case of real estate. *Journal of Portfolio Management*, 12(3), 223-232.
- Süngü, S. (1989). Konut finansmanında sermaye piyasasının rolü. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 4(33), 24-28.
- SPK, (2019a). İhraç belgesi onaylanan gayrimenkul yatırım fonları. <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/1257> (Erişim Tarihi: 25 Aralık 2019).
- SPK, (2019b). <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/AylikIstatistikBultenleri> (Erişim Tarihi: 25 Aralık 2019).
- Tanrivermiş, H. (2017). *Gayrimenkul değerlendirme esasları*. Lisanslama Sınavları Çalışma Kitabı, Ankara.
- Vasques, F., Teixeira, J. C., & Brandao, E. (2009). Persistence of Portuguese real estate investment funds performance. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 15(3), 251-266.
- Xing, G., Geltner, D., & Venter, J. (2010). An analysis of U.K. property funds classified according to U.S. styles: Core, value-added, and opportunistic. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 16(2), 119-130.

Yöner, C. (2015). Gayrimenkul yatırım fonu ve yabancıların gayrimenkul yatırım fonu kapsamındaki avantajları. <http://www.kasaroglu.av.tr/tr/28035/Gayrimenkul-Yatirim-Fonu-Ve-Yabancilarin-Gayrimenkul-Yatirim-Fonu-Kapsamindaki-Avantajlari> (Erişim Tarihi: 27 Ocak 2020).