

ÖNSÖZ

“Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı” isimli bu çalışma, hem gayrimenkul yatırımcısına ve hem de sermaye piyasası yatırımcısına alternatif bir yatırım imkânı tanıyan ve Türkiye için bugün hala yeni kabul edebileceğimiz, Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı kurumunu, hukuki yönden incelemektedir. Çalışma, Prof. Dr. Hamdi Yasaman’ın yönetiminde, bir yüksek lisans tezi olarak hazırlanmıştır.

Tez danışmanım olmayı kabul ederek, beni onurlandıran saygıdeğer hocam Prof. Dr. Hamdi Yasaman’ın, tez konunun belirlenmesinden, tezin tamamlanmasına kadar, her aşamada olumlu yönlendirme ve katkıları olmuştur. Değerli vakitlerini ayırarak, tezimle yakından ilgilenme inceliğini gösteren sayın hocama şükranlarımı sunmayı bir borç bilirim.

Lisans ve yüksek lisans eğitimlerim boyunca, ticaret hukukuna ilgi duymamı sağlayan saygıdeğer hocam Prof. Dr. H. Ercüment Erdem’e teşekkür ederim.

Araştırma görevlisi olmaya karar verdiğimde, her yönü ile bu kararı destekleyen ve bu yolda karşılaştığım güçlükleri aşmam konusunda arkamda olduklarını her an hissettiğim, sevgili ailem, annem ve babama ne kadar teşekkür etsem yetersiz kalır. Tezimin yazımı aşamasında gösterdiği anlayıştan ve manevî destekten ötürü, Burak Tezateşer’e, gözden geçirme ve düzenleme konusundaki desteklerinden ötürü, Umut Can Cano’ya ve zamanını ayırıp tezimi okuduğu için Ar. Gör. Öz Seçer’e teşekkürlerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	ii
İÇİNDEKİLER	iii
KISALTMALAR	viii
ŞEKİL LİSTESİ	x
RÉSUMÉ	xi
ABSTRACT	xvii
ÖZET	xxiii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ HUKUKİ YAPISI ____ 11

1.1 UYGULANACAK HÜKÜMLERİN BELİRLENMESİ	11
1.1.1 Uygulanacak Hükümlerin Tespiti ve Sırası	11
1.1.1.1 Emredici Hükümler ve Sözleşme Hükümleri	13
1.1.1.1.1 Emredici Hükümler	13
1.1.1.1.2 Sözleşme Hükümleri	15
1.1.1.2 Yorumlayıcı ve Tamamlayıcı Normlar	17
1.1.1.2.1 Yorumlayıcı ve Tamamlayıcı Nitelikteki Ticarî Normlar	17
1.1.1.2.2 Yorumlayıcı ve Tamamlayıcı Nitelikteki Genel Normlar	19
1.1.2 Tebliğin Bir Düzenleyici İşlem Olarak Uygulanabilirliği	20
1.1.2.1 Tebliğin Sermaye Piyasası Kurumu'nun Düzenleyici İşlem Yapma Yetkisi Bakımından Sınırları	20
1.1.2.2 Tebliğin Normlar Hiyerarşisi Bakımından Sınırları	28
1.2 GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ KURULUŞU	33
1.2.1 Esas Sözleşmenin Hazırlanması	33
1.2.1.1 Esas Sözleşmeyi Hazırlayanlar	33
1.2.1.1.1 Kurucu ve Lider Sermayedar Kavramları	33
1.2.1.1.2 Kurucular ve Lider Sermayedarda Aranılan Genel Şartlar	38
1.2.1.1.3 Lider Sermayedarda Aranılan Özel Şartlar	46
1.2.1.2 Esas Sözleşmede Yer Alan Hususlar	49
1.2.1.2.1 Ortaklığın Unvanı	50
1.2.1.2.2 Ortaklığın Amaç ve Konusu	52
1.2.1.2.3 Ortaklığın Asgari Sermayesi	57
1.2.1.2.4 Aynı Sermaye Taahhüdü	59
1.2.2 Görüş ve İzinlerin Alınması ve Tescil	72
1.2.2.1 Kayıtlı Sermaye Sistemine Geçiş İzni	72
1.2.2.1.1 Kayıtlı Sermaye Sistemine Geçebilmek İçin Aranılan Ön Şartlar	73

1.2.2.1.2	Kayıtlı Sermaye İzninin Niteliği _____	76
1.2.2.1.3	Esas Sözleşmenin Kayıtlı Sermaye ile Uyumlaştırılması __	79
1.2.2.2	Kuruluş İçin Uygun Görüş ve İzinler _____	82
1.2.2.2.1	Sermaye Piyasası Kurumu'nun Uygun Görüşü _____	82
1.2.2.2.2	Sanayi ve Ticaret Bakanlığı İzni _____	82
1.2.2.2.3	Tescil ve İlan _____	84
1.3	KURULUŞ SONRASI ZORUNLU MERASİMLER _____	84
1.3.1	<i>Portföy İşletmeciliği Faaliyet İzninin Edinilmesi</i> _____	85
1.3.1.1	Portföy İşletmeciliği Faaliyet İzni Başvurusu _____	85
1.3.1.2	Portföyün Oluşturulması _____	87
1.3.1.3	Portföy İşletmeciliği Faaliyet İzni için Aranan Şartlar _____	91
1.3.1.3.1	Ortaklığı mali yeterliliğine ilişkin şartlar _____	92
1.3.1.3.2	Portföy İşletmeciliğinin Profesyonel Olarak Sağlanmasına İlişkin Şartlar _____	93
1.3.1.4	Başvurunun değerlendirilmesi _____	97
1.3.2	<i>Halka Açık Anonim Ortaklık Statüsünün Edinilmesi</i> _____	98
1.3.2.1	Kurul Kaydına Alınma _____	100
1.3.2.1.1	Kurul Kaydına Başvuru Süresi _____	101
1.3.2.1.2	Kayda alınacak hisse senetleri ve Raf Kayıt Sistemi _____	102
1.3.2.1.3	Başvuru için gerekli belgeler _____	105
1.3.2.1.4	Kayda Alma İncelemesi ve Koşulları _____	107
1.3.2.2	Hisse Senetlerinin Halka Arzı _____	113
1.3.2.2.1	Hisse Senetlerinin Satımında Halka Arz Yöntemi _____	113
1.3.2.2.2	Talep Toplama Yöntemi ile Halka Arz _____	114
1.3.2.2.3	Borsada Satım Yöntemi ile Halka Arz _____	116
1.3.2.2.4	Halka Arzdan Doğan Sorumluluk _____	117
1.3.2.3	Hisse Senetlerinin Borsaya Kotasyonu _____	118
1.3.2.3.1	Kotasyon başvurusu _____	119
1.3.2.3.2	Kotasyon Başvurusu İncelemesi _____	120
1.3.2.3.3	Kotasyon Başvurusundan Doğacak Sorumluluk _____	122
1.4	SONA ERME SEBEPLERİ VE TASFİYESİ _____	122
1.4.1	<i>Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Sona Erme Sebepleri</i> _____	123
1.4.1.1	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Butlanı ve Feshi _____	123
1.4.1.1.1	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Butlanı _____	123
1.4.1.1.2	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Feshi _____	124
1.4.1.2	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının İnfisahı _____	125
1.4.1.2.1	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Esas Sözleşmeden ya da Kanundan Kaynaklanan Sebep İnfisahı _____	126
1.4.1.2.2	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Mali Sebeplerle İnfisahı _____	127
1.4.2	<i>Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tasfiyesi ve Ticaret Sicilinden Terkini</i> _____	129
1.4.2.1	Tedrici Tasfiye _____	130
1.4.2.2	Ticaret Sicilinden Terkin _____	135

İKİNCİ BÖLÜM

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ FAALİYETLERİ ___ 137

2.1	PORTFÖY İŞLETMECİLİĞİ FAALİYETLERİNE HÂKİM İLKELER	143
2.1.1	<i>Portföy İşletmeciliğine İlişkin Genel İlkeler</i>	144
2.1.1.1	Uzman Kişiler Eliyle Yönetim İlkesi	144
2.1.1.1.1	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Bizzat İşletmecilik Yapması	145
2.1.1.1.2	Kısmen Portföy Yönetimi Şirketi Aracılığıyla Yönetim	150
2.1.1.2	Riskin Dağıtılması İlkesi	153
2.1.1.3	Uzun Vadeli Portföy Yönetimi İlkesi	158
2.1.2	<i>Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Tebliğinden Kaynaklanan İlkeler</i>	161
2.1.2.1	Yöneticinin Bağımsızlığı İlkesi	161
2.1.2.2	Portföy Çeşitlendirilmesinde Tebliğ Sınırlamaları	167
2.1.2.2.1	Asgari Oranda Gayrimenkule Dayalı Bir Portföy	168
2.1.2.2.2	Gayrimenkule Dayalı Portföyün Likit varlıklar ile Çeşitlendirilmesi	169
2.1.2.2.3	Likit Varlıkların Çeşitlendirilmesi	170
2.1.2.2.4	Yabancı Varlıklarla Portföy Çeşitlendirmesi	172
2.1.2.3	Portföy İşletmeciliği Faaliyetinin Devamlılığı İlkesi	172
2.2	GAYRİMENKUL PORTFÖYÜ İŞLETMECİSİ OLARAK FAALİYETİ	176
2.2.1	<i>Gayrimenkule Dayalı Haklara Yatırım</i>	177
2.2.1.1	Gayrimenkule Dayalı Ayni Haklar	177
2.2.1.1.1	Gayrimenkul Mülkiyeti	180
2.2.1.1.2	Gayrimenkul Üzerinde Sınırlı Ayni Haklar	182
2.2.1.2	Gayrimenkule Dayalı Nispî Haklar	188
2.2.1.2.1	Alacak Hakları	188
2.2.1.2.2	Yenilik Doğurucu Haklar	194
2.2.2	<i>Gayrimenkule Dayalı Projelere İlişkin Yatırım</i>	195
2.2.2.1	Üzerinde Proje Geliştirilebilecek Gayrimenkuller	200
2.2.2.1.1	Üzerinde Ayni Hak Bulunan Gayrimenkul	200
2.2.2.1.1.1	Mülkiyet Hakkı	200
2.2.2.1.1.2	Sınırlı Ayni Hak	205
2.2.2.1.2	Üzerinde Nispi Hak Bulunan Gayrimenkul	208
2.2.2.1.2.1	Alacak Hakkı	210
2.2.2.1.2.2	Etkisi Kuvvetlendirilmiş Nispi Hak	212
2.2.2.2	Projenin Yüklenilmesi İçin Tercih Edilebilecek Hukuki İşlemler	212
2.2.2.2.1	Akdi Bir İlişkiye Dayanarak Proje Geliştirilmesi	213
2.2.2.2.1.1	İstisna Akdi Yöntemiyle Proje Geliştirilmesi	213
2.2.2.2.1.2	Arsa Payı Karşılığı İnşaat Sözleşmesi	215
2.2.2.2.1.3	Yap-İşlet-Devret Modeli	215
2.2.2.2.2	Ortaksal Bir İlişkiye Dayanarak Proje Geliştirilmesi	217
2.2.2.2.2.1	Adi Ortaklık	218
2.2.2.2.2.2	Ticaret Ortaklığı Yöntemiyle Proje Geliştirilmesi	220

2.3	PARA VE SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ	223
2.3.1	<i>Para ve Sermaye Piyasasına Yatırım</i>	223
2.3.1.1	Gayrimenkule İlişkin Sermaye Piyasası Araçlarına Yatırım	224
2.3.1.1.1	Menkul Kıymetleştirme Faaliyetlerine Yatırım	225
2.3.1.1.1.1	Gayrimenkul Sertifikasına Yatırım	226
2.3.1.1.1.2	İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere ve İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlere Yatırım	227
2.3.1.1.2	Kolektif Yatırım Kuruluşlarına Yatırım	229
2.3.1.1.2.1	Diğer Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Hisse Senetlerine Yatırım	229
2.3.1.1.2.2	Gayrimenkul Yatırım Fonları Katılma Belgelerine Yatırım	230
2.3.1.2	Gayrimenkule İlişkin Olmayan Sermaye Piyasası Araçlarına Yatırım	232
2.3.1.2.1	Uzun Vadeli Sermaye ve Türev Piyasası Araçlarına Yatırım	233
2.3.1.2.1.1	Sermaye Piyasası Araçlarına Yatırım	233
2.3.1.2.1.2	Türev Piyasası Araçlarına Yatırım	237
2.3.1.2.2	Nakit Benzeri Kısa Vadeli Yatırımlar	239
2.3.1.2.2.1	Ters Repo İşlemi	240
2.3.1.2.2.2	Borsa Para Piyasası Satım İşlemi	241
2.3.2	<i>Sermaye ve Para Piyasası Kuruluşları Aracılığıyla Finansman</i>	242
2.3.2.1	Sermaye Piyasası Araçları ile Uzun Dönemli Finansman	244
2.3.2.1.1	Gayrimenkul Sertifikası İhracı	246
2.3.2.1.2	Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı ve Varlık Teminatlı Menkul Kıymet İhracı	249
2.3.2.2	Para Piyasası Araçları ile Finansman Sağlama	256
2.3.2.2.1	Borsa Para Piyasası Alım İşlemi Vasıtasıyla Finansman	256
2.3.2.2.2	Finansman Sağlamaya Yönelik Para Piyasası İşlemlerinin Sınırları	257
2.4	SERMAYE PİYASASI KURULU DENETİMİ VE VERGİLENDİRME	258
2.4.1	<i>Denetimde Bağlı Olunan Esaslar</i>	259
2.4.1.1	Sermaye Piyasası Kurulu'nun Tabi Olduğu Esaslar	259
2.4.1.1.1	Kanunilik Esası	259
2.4.1.1.2	Denetimde Önleme Amacı Gütme	261
2.4.1.2	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Denetime Yardımcı Faaliyetlerinde Tabi Olduğu Esaslar	262
2.4.1.2.1	Kamunun Aydınlatılması İlkesi	263
2.4.1.2.2	Ekspertiz Raporlarıyla Bağlılık İlkesi	270
2.4.2	<i>Sermaye Piyasası Kurumunun Ortaklık Üzerindeki Denetimi</i>	275
2.4.2.1	Denetimin Niteliği	275
2.4.2.1.1	İdari Denetim	276
2.4.2.1.2	Mali Denetim	279
2.4.2.2	Denetim Sonucunda Ortaklığın Karşılaşabileceği Yaptırımlar	283

2.4.2.2.1	Tedbir Nitelikli Yaptırımlar _____	284
2.4.2.2.2	Cezai Nitelikli Yaptırımlar _____	289
2.4.3	<i>Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Vergilendirilmesi</i> _____	293
2.4.3.1	Vergi Avantajlarından Yararlandırılmasının Sebepleri _____	293
2.4.3.1.1	Planlı Şehirleşmeye Katkısı _____	294
2.4.3.1.2	Gayrimenkul Sektöründe Kayıt Dışılığın Önlenmesine Katkısı _____	295
2.4.3.1.3	Sermaye Piyasalarının Gelişimine ve Derinleşmesine Katkısı _____	297
2.4.3.2	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Vergilendirilmesi _____	298
2.4.3.2.1	Kurumlar Vergisi _____	298
2.4.3.2.2	Kar Dağıtım Stopajı _____	299
2.4.3.2.3	Katma Değer Vergisi _____	300
2.4.3.2.4	Emlak Vergisi _____	300
2.4.3.2.5	Diğer Vergi ve Harçlar _____	301
SONUÇ _____		303
KAYNAKÇA _____		317
ÖZGEÇMİŞ _____		327
TEZ ONAY SAYFASI _____		328

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AO	: Anonim Ortaklık
art./Art.	: kanun maddesi
AY	: Anayasa
AYM	: Anayasa Mahkemesi
AYO	: Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
b	: bent
BGB	: Bürgerliches Gesetzbuch
BK	: Borçlar Kanunu
Bknz./bknz.	: bakınız
c.	: cümle
C.	: Cilt numarası
CEE	: Communauté Economique Européenne
CEO	: Chief Executive Officer
CO	: Code des Obligations
çev.	: yabancı dilden çeviren
DİDDGK	: Danıştay İdari Dava Daireleri Genel Kurulu
DİDDK	: Danıştay İdari Dava Daireleri Kurulu
DK	: Danıştay Kanunu
d.n.	: dip not
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
E.	: Esas
etc	: et cetera
f.	: fıkra
<i>FBI</i>	: Fiscale Beleggingsinstellingen
FIDIC	: Fédération Internationale des Ingénieurs Conceils
GYO	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
GK	: Genel Kurul
HAAO	: Halka Açık Anonim Ortaklık
HD.	: Hukuk Dairesi
HM	: Hazine Müsteşarlığı
HUMK	: Hukuk Usulü Muhakemeleri Kanunu
İİK	: İcra İflas Kanunu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İYUK	: İdari Yargılama Usulü Kanunu
K.	: Karar
KDV	: Katma değer vergisi
KHK	: Kanun Hükmünde Kararname
KVK	: Kurumlar Vergisi Kanunu

LPCC	: Loi sur les Placements Collectifs des Capitaux
md.	: madde
MK	: Medeni Kanun
MÖHUK	: Milletlerarası Özel Hukuk ve Usul Hukuku Hakkında Kanun
N.	: paragraf numarası
No	: numara
REIT	: Real Estate Investment Trust
RG.	: Resmi Gazete
sah.	: sahife
SerPK	: Sermaye Piyasası Kanunu
SICAV	: Société d'Investissement à Capital Variable
SIIC	: Société d'Investissement Immobilier Cotée
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
STB	: Sanayi ve Ticaret Bakanlığı
SWX	: Swiss Exchange
T.	: Tarih
tebliğ	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği
TL	: Türk Lirası
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
vd.	: ve devamı
VİS	: Vadeli İşlem Sözleşmesi
vs.	: ve saire
VDMK	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet
VTMK	: Varlık Teminatlı Menkul Kıymet
vol.	: volume
YK	: Yönetim Kurulu
§	: Paragraf numarası

ŞEKİL LİSTESİ

ŞEKİL 2.1	AZAMÎ DÜZEYDE LİKİTTE KALMAYI AMAÇLAYAN BİR GYO'NUN PORTFÖYÜ _____	171
ŞEKİL 2.2	MÜTEAHHİT ADI ORTAKLIĞI ŞEKİL _____	219
ŞEKİL 2.3	GYO ADI ORTAKLIĞI _____	219
ŞEKİL 2.4	YAP-İŞLET-DEVRET'İN YALNIZCA GYO TARAFINDAN ÜSTLENİLMESİ _____	221
ŞEKİL 2.5	YAP-İŞLET-DEVRET'İN GYO'NUN ORTAĞI OLDUĞU ŞİRKET TARAFINDAN ÜSTLENİLMESİ _____	222

RÉSUMÉ

La Turquie manque d'investissements dans le secteur immobilier, non seulement à cause du boom d'urbanisation mais aussi à cause de la poussée démographique qui ne cesse de durer depuis des décennies. Investir dans l'immobilier en Turquie est donc préférable vu la nécessité des projets d'immeubles. Investissements dans l'immobiliers sont d'autre part avantageux parce qu'elles assurent un moyen de protection contre la hyperinflation et la haute volatilité dont l'économie en Turquie souffert depuis longtemps.

L'investisseur peut opter à investir directement dans l'immobilier ou bien il peut préférer investir d'une manière indirecte dans le secteur. Investissement indirecte dans l'immobilier signifie, investir dans les valeurs mobiliers d'un placement collectif d'investissement ou d'une société d'investissement collectif qui investit elle par contre dans l'immobilier. Dans le cas d'investissement direct dans l'immobilier, l'investisseur investit lui-même dans l'immobilier. Cette étude nommée « Société d' Investissements Immobiliers », est consacrée à ce-dit investisseur institutionnel qui offre à l'investisseur de marché financier, la possibilité d'investir indirectement dans l'immobilier.

Les sociétés d'investissements immobiliers fondées en Turquie, sont régulées par le Communiqué sur les Principes Régissant les Sociétés d'Investissements Immobiliers (Série : VI, No : 11), qui trouve sa base légale dans les articles 32, 35 et 36 de la Loi sur le Marché Financier, délivrée par l'Autorité des Marchés Financiers. C'est pour cette raison que l'étude prend comme source législative principale ce Communiqué sur les Sociétés d'Investissements Immobiliers. Bien sur qu'il est aussi tenu en compte des provisions légales comme normes supérieurs par rapport au Communiqué. Les provisions de la Loi sur le Marché Financier, du Code de Commerce, du Code Civil, du Code des Obligations, de la Loi sur les Investissements Directs Etrangers etc. sont aussi prises en considération dans la mesure où elles intéressent le régime juridique et le fonctionnement des Sociétés d'Investissements Etrangers. Parmi ces provisions, les plus pertinentes sont celles dérivant de la Loi sur le Marché Financier. Puisque la Loi sur le Marché Financier est une loi cadre, elle n'implique pas de provisions détaillées dans sa champ d'application mais elle laisse la législation détaillée plutôt aux communiqués de l'Autorité des Marchés Financiers. Les communiqués ont donc une grande étendue parmi les sources normatives de l'étude. Les communiqués principaux qui ont été étudiés sont le Communiqué sur les Principes Régissant la Régistration et la Vente des Actions (Série : I, No : 26), le Communiqué sur les Principes Régissant les Placements d'Actifs et les titres adossés à des Actifs (Série : III, No : 35), le Communiqué sur les Principes Régissant la Régistration des Certificats

d'Immeubles (Série : III, No :19), le Communiqué sur les Principes Régissant la Gestion de Portefeuille et les Gestionnaires de Portefeuille (Série : V, No : 59).

L'objectif de l'étude est de faire une analyse juridique des sociétés d'investissements immobiliers particulièrement en Turquie. Dans cette perspective, la législation, la doctrine et la jurisprudence Turque ont été prioritaires en tant que références. Par ailleurs les références américaines ont été aussi utilisées puisque les premiers exemples modernes des marchés financiers et des sociétés d'investissements immobiliers ont pour la première fois apparus aux Etats Unis d'Amérique.

Après les premiers exemples et le succès aux Etats Unis d'Amérique du modèle d'investissement immobilier en structure de société, les Etats Européens ont commencé à l'adopter l'un après l'autre. Vu l'engagement de la Turquie à envers l'Union Européenne et la proximité du système juridique Turque à celui de l'Europe continentale, la législation et la doctrine de l'Union Européenne et celles des Etats membres (sans abstenir à y inclure la Confédération Helvétique) ont été étudiés dans la thèse.

Les législations Américaines, communautaires et Européennes sont comparées avec la législation Turque. La comparaison trouve place dans l'étude particulièrement où une interprétation ou même une proposition de provisions est nécessaire. Néanmoins, l'étude n'est pas au point d'être une véritable étude de droit comparé qui aurait dû faire une comparaison plus détaillée de la législation étrangère. Les techniques de droit comparé sont utilisées là où une interprétation de la législation ou une proposition de provision *de lege feranda* est considérée nécessaire.

En faisant l'analyse juridique des sociétés d'investissements immobiliers, l'étude adopte deux perspectives principales. La première est consacrée à la constitution et à la dissolution, c'est-à-dire au régime juridique de la société. Autrement dit, dans la première partie, les conditions et les phases de la constitution et la dissolution de la personnalité juridique sont examinées. Une fois la constitution et la dissolution de la personnalité juridique sont étudiées, dans la deuxième partie les actes juridiques de cette personnalité juridique sont analysés.

Chaque partie de cette analyse bilatérale est gouvernée par une des deux branches principales du droit privé. A savoir, la première partie, où le régime juridique de société d'investissement immobilier est étudié, est consacrée au droit des sociétés et à une sous branche de celle-ci, le droit des marchés financiers. La deuxième partie, où les actes juridiques de la société en tant que personne juridique sont examinés, concerne plutôt le droit civil et le droit des obligations.

La première partie en-soi est composée de quatre sous-sections, respectivement, détermination des normes applicables, constitution de société d'investissement immobilier, formalités post-constitution obligatoires, dissolution et

liquidation de société d'investissement immobilier. La première partie consacrée au régime juridique de la société d'investissement immobilier, commence par la détermination des normes applicables à la société. Suivant la détermination des normes applicables, les phases et les conditions de la constitution de la personnalité juridique de société d'investissement immobilier sont étudiées. Société d'investissement immobilier n'est pas dit entièrement établie à moins que certaines formalités ne soient accomplies. Après l'enregistrement au Registre de Commerce, société d'investissement immobilier doit accomplir certaines formalités, tels que la formation d'un portefeuille immobilier et cotation en bourse. A défaut d'accomplissement de ces formalités dans une période donnée, société d'investissement immobilier perd sa capacité de fonctionner comme société d'investissement. Il est donc examiné dans la troisième sous-section de la première partie, les formalités post-constitution obligatoires. La dernière sous-section de la première partie concerne, contrairement aux deux sections précédentes, la dissolution et la liquidation de la société d'investissement immobilier.

Dans la première sous-section de la première partie, une analyse étape par étape du processus de trouver la norme applicable au régime juridique et aux actes juridiques de la société d'investissement immobilier est faite. Pour cette analyse, avant tout, les principes sur la détermination de la loi applicable qui se trouvent respectivement aux premiers articles du Code Civil et du Code de Commerce ont été utilisés. En fait, dans une monographie comme cette étude, la détermination des normes applicables ne devrait pas prendre une place si importante. Si les provisions du Communiqué de Société d'Investissement Immobilier étaient légiférées dans une loi, le problème de trouver la norme applicable serait assez facile à résoudre. Pourtant la plupart des provisions impératives concernant le régime juridique et les actes juridiques de la société d'investissement immobilier en Turquie, se trouvent place dans un communiqué au lieu d'une loi. Le fait que le communiqué est placé tout en bas de la hiérarchie des normes et qu'il contredit les lois en quelques provisions, cause des problèmes d'harmonisation et de détermination d'une provision applicable. Pour pouvoir surmonter ce problème il a été impératif d'étudier, dans cette sous-section, les limites du pouvoir de réglementation de l'Autorité des Marchés Financiers et aussi les limites du Communiqué vis-à-vis la hiérarchie des normes.

La deuxième sous-section de la première partie est consacrée aux conditions et aux phases préalables à l'enregistrement de la société d'investissement immobilier auprès de Registre de Commerce. La société d'investissement immobilier est organisée en forme de société anonyme. La constitution de la société d'investissement immobilier doit, pour cette raison, doit respecter les provisions relatives à la constitution d'une société anonyme ordinaire. Pourtant, l'étude de constitution des sociétés anonymes n'est pas parmi les objectifs de la thèse. En laissant cette analyse de côté, l'étude se concentre aux provisions spécifiques à la société d'investissement immobilier. Dans cette perspective et en premier, il est étudié les exigences que les fondateurs et actionnaires-en-tête, ceux qui préparent les statuts de la société d'investissement immobilier. A savoir, les rédacteurs des statuts de la société sont étudiés en premier et en suite les statuts, du point de vue des sujets qui posent des spécificités à la société d'investissement immobilier. Ces sujets sont,

le nom commercial de la société, l'objet de la société, le capital minimal et la possibilité d'apports en nature. Vu que la société d'investissement immobilier est obligée d'adopter le système de capital enregistré, elle doit obtenir la permission de l'Autorité des Marchés Financiers à ce propos, outre un avis de conformité pour sa fondation. Les fondateurs doivent aussi obtenir une autorisation du Ministère d'Industrie et de Commerce. L'enregistrement de la société au Registre de Commerce n'est possible qu'après ces autorisations de l'Autorité des Marchés Financiers et du Ministère et de l'avis de conformité sont obtenues ; et il est grâce à l'enregistrement que la personnalité juridique est constituée.

Pour que la société puisse opérer en qualité de société d'investissement immobilier, elle doit accomplir quelques formalités post-constitution. La première de ces formalités est d'obtenir une licence de gestion de portefeuille immobilier. La licence est accordée par l'Autorité des Marchés Financiers. Le Communiqué de Société d'Investissement Immobilier, autorise la société de tirer des profits seulement de la gestion de portefeuille immobilier. Toute autre activité commerciale de la société d'investissement immobilier est interdite par le Communiqué. C'est pour cela que la survie de la société d'investissement immobilier est strictement liée à son acquisition de licence de gestion de portefeuille immobilier. L'Autorité des Marchés Financiers évalue la demande de licence de gestion de portefeuille immobilier avec la demande d'autorisation d'appel public à l'épargne. Pour que la société puisse continuer à agir à titre de société d'investissement immobilier, elle doit faire un appel public à l'épargne au moins de 49 % de son capital souscrit. Suivant l'appel public, les actions de la société d'investissement immobilier doivent être introduites en bourse. Vue les provisions obligatoires du Communiqué, l'acquisition de la licence de gestion de portefeuille immeuble et l'appel public à l'épargne sont étudiées comme formalités post-constitution dans la troisième sous-section de la première partie.

Une fois les règles relatives à la constitution et aux formalités post-constitution sont étudiées, il reste à envisager, au sujet du régime juridique de la société, seulement sa dissolution. Dans la quatrième sous-section de la première partie il est donc étudié la dissolution et la liquidation de la société d'investissement immobilier. Comme dans la deuxième sous-section de la première partie, seulement les provisions spécifiques à la société d'investissement immobilier sont analysées dans cette sous-section. Parce que la société d'investissement immobilier est constitué en forme de société anonyme, tous causes de dissolution applicables aux sociétés anonymes sont *de jura* applicables à la société d'investissement immobilier et comme dans les sous-sections précédentes, seulement les causes qui impliquent une spécificité à la société d'investissement immobilier sont analysées. Dernièrement dans cette sous-section, la liquidation et l'annulation du Registre du Commerce sont étudiées. Au stade de liquidation aussi, contrairement aux provisions de liquidation applicables aux sociétés anonymes ordinaires, les provisions de liquidation progressive sont examinées.

Après l'étude du régime juridique de la société d'investissement immobilier à la première partie, les actes juridiques et surtout la gestion de portefeuille sont

analysés dans la deuxième partie. Comme présenté ci-dessus, le seul acte juridique lucratif autorisé à la société d'investissement immobilier est la gestion du portefeuille immobilier. Pour cette raison il a été étudié, dans la première sous-section de la seconde partie, les principes généraux de la gestion de portefeuille et dans la sous-section suivante, les actes autorisés par le Communiqué à la société en qualité de gestionnaires de portefeuille. Dans les deux dernières sous-sections de la deuxième partie, la société d'investissement immobilier est étudiée du point de vue de droit des marchés financiers. La troisième sous-section est consacrée aux activités de marché financier et la quatrième au contrôle de l'Autorité des Marchés Financiers exercé sur la société d'investissement immobilier.

La première sous-section de la deuxième partie se concentre sur les principes généraux de gestion de portefeuille. Il s'agit, en fait, des principes généraux établis au plan international. Ces principes internationaux de gestion de portefeuille sont examinés en premier, tout en suivant les principes qui trouvent places dans le Communiqué de la Société d'Investissement Immobilier.

L'activité principale de la société d'investissement immobilier est la gestion de portefeuille immobilier, prenant en compte les principes généraux de gestion de portefeuille. La gestion de portefeuille se comporte de deux grandes branches d'investissement, qui sont les investissements aux droits fonciers et aux projets d'immobilier. Sous le titre d'investissements aux droits fonciers, il a été étudié, tous les actes juridiques autorisés par le Communiqué qui permettent la société d'obtenir un droit réel ou relatif sur un immobilier. Le sujet d'investissements aux projets d'immobiliers, est étudié en deux stades ; les immobiliers sur lesquels il est autorisé de mener un projet d'immobilier et les structures juridiques que la société d'investissement immobilier peut opter, pour que le projet soit entrepris.

Parmi les actes juridiques autorisés à la société d'investissement immobilier par le Communiqué, les transactions effectuées aux marchés financiers sont examinées dans la troisième sous-section de la deuxième partie. Les transactions de la société d'investissement immobilier aux marchés financiers sont poursuivies à deux motifs. L'un est d'investir aux produits de marchés de finances et y tirer du profit et l'autre est d'y réunir des fonds nécessaires pour ses investissements, c'est-à-dire financer ses investissements. Au sujet d'investissements aux produits de marché de finances, les valeurs mobilières adossées à des actifs (des titres hypothécaires) sont étudiées de plus près, puisqu'elles ont un effet primordial au secteur immobilier, ce qui est l'objet principal de la société d'investissement immobilier. Tout de même, au sujet d'activités de financements aux marchés de financiers, il a été insisté sur appel en certificats d'immobiliers et en valeurs mobilières adossées à des actifs.

Parce que la société d'investissement immobilier est une institution de marchés financiers, la quatrième sous-section de la deuxième partie est consacrée au contrôle de l'Autorité des Marchés Financiers et les avantages fiscaux accordés à la société d'investissement immobilier grâce à son titre d'institution de marchés financiers. Au sujet du contrôle de l'Autorité des Marchés Financiers, il a été, tout en premier,

expliqué les principes régissant le contrôle. Ces principes comprennent, non seulement des règles imposées à l'Autorité contrôleur, mais aussi à l'institution contrôlée. Le contrôle de l'Autorité n'est pas seulement administratif mais aussi financier, qui peut résulter en sanctions. La société d'investissement immobilier n'est pas sujet seulement au contrôle de la part de l'Autorité des Marchés Financiers mais aussi de la part du Ministère de Finances. La société d'investissement immobilier connaît des avantages fiscaux en Turquie, tout comme ses homologues dans les pays Européennes et en Amérique. Il a été, donc étudié les raisons pour lesquelles les sociétés d'investissement immobilier en Turquie et à l'étranger connaissent des avantages fiscaux. Prenant en compte ces raisons, les avantages fiscaux en Turquie sont examinés.

A la conclusion, les constatations procédées et les propositions faites au cours de l'étude sont résumés. Suivant le résumé, une évaluation globale du sujet est faite. La situation de la société d'investissements immobiliers par rapport à ses homologues étrangers est présentée, du point de vue de la législation et de l'usage de ces derniers. Prenant en considération cette évaluation globale, des remarques et recommandations sont fait pour chercheurs intéressés dans le sujet.

ABSTRACT

Turkey is in immediate need of infrastructure and housing investment, due to its high-speed urbanization and ongoing demographic growth. Real estate investment in Turkey is considered feasible and profitable because not only there is a demand for housing and infrastructure projects, but also because it provides to its investor low volatility and a hedge against high inflation.

Real estate investor might choose between direct and indirect models of real estate investment. Indirect real estate investment means investing in securities issued by mutual funds and real estate investment companies, which invest directly on real estate titles and projects. By investing in real estate investment company stocks, asset-backed securities and other products issued by the same, one would be investing indirectly in real estate. The goal of this study, titled “Real Estate Investment Company”, is to analyze from a legal perspective, this institutional investor, which provides small investors operating on capital markets in Turkey, with an opportunity to invest indirectly in real estate.

Real estate investment companies established in Turkey are regulated under the Communiqué on Principles Regarding Real Estate Investment Companies (Serial: VI, No: 11), which is grounded on articles 32, 35 and 36 of Capital Markets Law, hence the study mostly deals with the provisions of this Communiqué. The study also deals with higher legal norms such as codes and bills. Those legal sources (mainly the Capital Markets Law, the Code of Commerce, the Civil Code, the Code of Obligations, the Foreign Direct Investment Code) are not examined thoroughly but to the extent that their provisions regulate any aspect of real estate investment companies. Although among those codes and bills, the one that includes most provisions related to real estate investment companies is the Capital Markets Law, it does not contain detailed stipulations, because it is in the form of a “framework law”. Detailed provisions can only be found in communiqués that Capital Markets Board has issued. Therefore, the study thoroughly examines those board communiqués as the relevant legal ground. The most used communiqués in the study are; the Communiqué on Principles Regarding Registration with the Capital Markets Board and Sale of Shares (Serial: I, No: 26), the Communiqué on Principles Regarding Asset Finance Funds And Asset Backed Securities (Serial: III, No: 35), the Communiqué on Principles Regarding Registration Of Real Estate Certificates with The Board (Serial: III, No: 19) and the Communiqué on Principles Regarding Portfolio Management Activities And Institutions Which Are Authorized To Provide Portfolio Management Services (Serial: V, No: 59).

Since the subject of the study is a legal analysis of real estate investment companies, Turkish legislation, as set above, is thoroughly used, along with Turkish legal writings and Turkish case law. It is also taken into consideration that the very first modern models of real estate investment companies and capital markets appeared in the United States of America. Therefore, the American legislations and legal writings are not set aside in the study.

After the first successful examples of company based real estate investment model in the United States of America, European countries have adopted this investment model. Taking into account the membership candidacy of Turkey to the European Union and the proximity of Turkish law system to the continental European system, European Union and member states' (together with Helvetic Confederation) legislation and legal writings were also considered.

American, European Union and European state legislation on real estate investment companies are compared with the Turkish legislation in the study, whenever an amendment or even an addendum is deemed necessary in Turkey. Even though comparative law methods were used, the thesis still should not be considered as a proper comparative law study, which should have extended the comparative work on foreign law to a higher level. This study should instead be seen as a Turkish law study, where comparative law methods are used, when a *de lege feranda* suggestion is needed.

The legal analysis of real estate investment company has two standpoints. The first one approaches the issue with the purpose of interpreting the establishment and the dissolution processes of the legal entity. In other words, the first chapter concerns incorporation requirements and stages of the company and dissolution causes and stages of the same. On the other hand, the second standpoint of the legal analysis has as objective to examine the legal acts of the real estate investment company. This chapter focuses mainly on the company's activities related to investment and financial transactions.

In this bilateral analysis, each chapter relates to one major discipline of private law. The first chapter goes in for company and capital markets law, while exploring the incorporation and dissolution of the company. On the other hand, the second chapter is governed mostly by civil law and contract law, because it focuses on the legal acts of a legal entity and their consequences.

The first chapter consists of four sub-sections, which concern determination of the applicable norms, incorporation of real estate investment company, mandatory formalities post-incorporation and dissolution and liquidation of real estate investment company. The first chapter, dedicated to the judicial regimen of the real

estate company, commences with the question of determination of the applicable norms. Once applicable norms laid out in the study, incorporation stages of legal personality of real estate company are examined. Real estate investment company is not deemed fully established immediately after incorporation, unless it attends to further formalities. Following its incorporation, the real estate investment company is obliged to attend some formalities, namely initial public offering and development of a real estate portfolio. Should it fail to do so in a determined period, it will lose its authority to act as a real estate investment company, which is why the mandatory post-incorporation formalities are thoroughly studied in the third sub-section of the first chapter. At last, the fourth sub-section of the first chapter deals with dissolution and liquidation of real estate investment company.

In the first sub-section of the first chapter, it is analyzed step by step, the path to determine the applicable norms in relation to the judicial regimen and legal acts of real estate investment company. For this analysis, the main principles for determination of applicable norms set out in the first articles of the Civil and the Commercial Codes are used. In fact, in a monography, such as this study, determination of applicable norms may not have occupied such a large space, if the provisions of the communiqué were actually incorporated into a code or an act of bill. However, most of the mandatory provisions regarding the judicial regimen and legal acts of a real estate investment company are currently set out in a communiqué, rather than a code or act of bill. This legislation anomaly causes major problems when it comes to determine applicable norms. In order to overcome this problem, it was necessary to study in the first sub-section of the first chapter, the limits of the Capital Markets Board's authority of regulation and the limits of the Communiqué *vis-à-vis* the hierarchy of norms.

The second sub-section of the first chapter concerns the requirements and stages for the incorporation of real estate investment company, until it officially is registered with the Trade Registry. Real estate investment company is incorporated in the form of a joint-stock company. Thus, the provisions regarding the establishment of an ordinary joint-stock company must be complied with during the establishment of a real estate investment company. However, studying the establishment of joint-stock companies is not among the objectives of this thesis and in order to avoid such analysis irrelevant to the scope of the research, the study concentrates on provisions peculiar to the establishment of a real estate investment company. In this context, first the criteria that the founding shareholders of a real estate investment company, which will draft its articles of association, need to meet are examined. In other words, it is first dealt with the writers of the articles of association, which is followed by the analysis of the articles of association of real estate investment company. Again, solely the aspects specific to a real estate investment company are dealt with. Namely, business name, purpose of real estate investment company, its minimum capital and the possibility of making capital contributions in kind to the company are studied. Since real estate investment company is required to adopt registered capital system, it needs to obtain the permission in relation thereto, from the Capital Markets Board, in addition to the

permission for its incorporation. Together with the permissions obtained from the Capital Markets Board, an establishment permission from the Ministry of Industry and Commerce needs to be acquired as well. Real estate investment company can be registered with the Trade Registry only after acquiring those permissions and acts.

Real estate investment company must attend to further formalities, in order to be entitled to act in capacity of real estate investment company. The first of these formalities is to acquire a real estate portfolio management license. The license is granted by the Capital Markets Board. Real estate investment company can generate its commercial income only through its real estate portfolio operations. All other commercial activities are forbidden in the Communiqué for real estate investment company. It is therefore a question of survival whether the company acquires the portfolio management license or not. The Capital Markets Board evaluates portfolio management license application together with public offering permit application. In order to be able to act as a real estate investment company, it must go public for minimum 49% of its subscribed capital. All stocks offered publicly must be listed on the stock market. Considering those mandatory provisions, application for a portfolio management license and public offering issues are studied in the third section of the first chapter.

Following the review of the judicial regimen in relation to the incorporation of a company and compliance with the requirements to act as a real estate investment company, one should also examine the dissolution of a real estate investment company. Therefore, in the fourth sub-section of the first chapter, dissolution and liquidation of real estate investment company is analyzed. Just like in the second sub-section of the first chapter, in this chapter, only provisions peculiar to real estate investment company are dealt with. Just because real estate investment company is established as a joint-stock company, every dissolution cause for the latter is *de jura* a dissolution cause for the former. The study only examines dissolution causes peculiar to real estate investment company. Regarding liquidation of the company, again only liquidation provisions peculiar to real estate investment company, namely gradual liquidation are dealt with.

After studying the judicial regimen of real estate investment company in the first chapter, legal acts, essentially portfolio management acts are examined in the second chapter. The only authorized lucrative act for real estate investment company is, as explained above, portfolio management transactions. Therefore, under the first sub-section of the second chapter, general principles of portfolio management are studied and in the following sub-section, portfolio management transactions are analyzed. In the last two sub-sections of the second chapter, capital market transactions of real estate investment company and their consequences are examined. The third sub-section is reserved to capital market transactions and the fourth sub-section deals with the issue of Capital Markets Board control over real estate investment company.

The first sub-section of the second chapter focuses on the general principles of portfolio management. Various general principles governing real estate portfolio management of the company are set out on an international level. International general principles are examined first, following with the study of the principles set forth by the Communiqué of Real Estate Investment Company.

The main operations of real estate investment company are transactions made with the purpose of managing its real estate portfolio, in accordance with the general principles of portfolio management. Portfolio management operations of the company are studied under the second sub-section of the second chapter. Real estate portfolio management comprises two essential branches of investment, namely plain real estate investment and real estate project investment. On the subject of plain real estate investment, all sorts of legal acts authorized by the Communiqué, which provide to the company a real and personal right, are dealt with. The subject of real estate project investment is divided into two parts; properties on which it is authorized to develop a real estate project and the legal structures that the company can choose, so that the project would be undertaken by a construction company.

Among authorized operations of real estate investment company examined in the second chapter, the capital market transactions are studied in the third sub-section of the chapter. The activities of real estate investment company in capital markets have been considered in two sub-sections titled investment in financial market products and financing. While examining capital market investments, asset-backed securities took a place of importance, taking into consideration the main operation field of a real estate investment company. Similarly, while studying financing transactions on capital market, real estate certificates and public offerings of asset backed securities have been dealt with.

Because real estate investment company is a capital market institution, the fourth sub-section of the second chapter is consecrated to the Capital Markets Board controls and the tax advantages granted to the company. In relation to the control of the Capital Markets Board, before all, the principles governing this control is explained. The said principles have been studied taking into consideration the principles applied to the Capital Markets Board and the principles to be respected by the company, in its activities aiming to facilitate the control. Regarding the control of the Capital Markets Board, administrative and financial controls over the real estate investment company have been dealt with, as well as the sanctions that may be imposed on the same, as consequence of the controls. Real estate investment company is not only subject to the control of the Capital Markets Board, but also to a comprehensive tax control. Real estate investment company is granted tax advantages in Turkey, just like its European and American counterparts. Thus, it is studied hereunder why real estate investment companies are granted tax advantages in Turkey and abroad. In light of these reasons, tax advantages granted in Turkey, as

well as the fields where the company shares the same tax liabilities as other companies, where they should have been granted advantages, are examined.

At the conclusion section of the study, conclusions drawn under the sections summarized above and suggestions are summarized. Following the summary, a global evaluation of the subject is presented and the situation of real estate investment company in Turkey in comparison with its foreign counterparts is illustrated, in accordance with the current legislation and practice. Taking into consideration this global evaluation, guiding observations and suggestions are presented to future researchers.

ÖZET

Türkiye, gerek hızlı şehirleşme sebebiyle artan altyapı ihtiyacını, gerek hızlı nüfus artışı sebebiyle artan konut ihtiyacını karşılayabilmek için gayrimenkul alanında yatırımlara ihtiyaç duymaktadır. Türkiye’de gayrimenkul yatırımı yapmak, bir yandan ülkenin içinde bulunduğu gayrimenkul projesi ihtiyacı sebebi ile, diğer yandan da gayrimenkul yatırımının yatırımcısına sağladığı enflasyona karşı koruma ve düşük volatilitate gibi avantajlar bakımından tercih edilir hale gelmiştir.

Gayrimenkul yatırımcısı bu yatırımı doğrudan yapabileceği gibi dolaylı da yapabilmektedir. Gayrimenkule dolaylı yatırımdan kastedilen, yatırımcının gayrimenkul üzerinde doğan hakka bizzat yatırım yapmaktan ziyade, gayrimenkule doğrudan yatırımı hali hazırda yapmış olan fonlar ve yatırım ortaklıklarına yatırım yapmayı tercih etmesidir. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının hisse senetleri ile, bunların ihraç ettikleri gayrimenkule dayalı menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılması halinde gayrimenkule dolaylı yatırım yapılmış olmaktadır. “Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı” isimli bu çalışmada, Türkiye’de sermaye piyasalarında faaliyet gösteren küçük yatırımcıya, gayrimenkule dolaylı yoldan yatırım yapma imkânı tanıyan bu kurumsal yatırımcı tipi hukukî yönden incelenmektedir.

Türkiye’de kurulan gayrimenkul yatırım ortaklıkları, Sermaye Piyasası Kanunu’nun 32, 35 ve 36. maddelerine dayanılarak, Sermaye Piyasası Kurulu’nun çıkartmış olduğu Seri: VI, No: 11 sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği’nde düzenlenmektedir. Bu sebeple, çalışma ağırlıklı olarak bu Tebliğ hükümleri üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bununla birlikte, çalışmada tebliğe nazaran, üst norm niteliğinde olan, kanun hükümlerinden de yararlanılmıştır. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının hukuki yapısı ve faaliyetlerini ilgilendirdiği ölçüde, Sermaye Piyasası Kanunu, Türk Ticaret Kanunu, Medeni Kanun, Borçlar Kanunu, Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu ve ilgili başka kanun hükümleri üzerinde de durulmaktadır. Bu kanunlardan, gayrimenkul yatırım ortaklığının en yakından ilgili olduğu, Sermaye Piyasası Kanunu’dur. Ancak, Sermaye Piyasası Kanunu’nun çerçeve kanun niteliğinde olması sebebi ile sadece çerçevesini çizdiği pek çok konunun ayrıntısı Sermaye Piyasası Kurulu’nun çıkarttığı çeşitli tebliğlerde bulunduğundan, çalışmanın kaynaklarının araştırılmasında, Sermaye Piyasası Kurulu’nun tebliğlerinden de sıklıkla faydalanılmıştır. Yararlanılan tebliğlerden başlıcaları Seri: I, No: 26 sayılı Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği, Seri: III, No: 35 sayılı Varlık Finansmanı Fonlarına ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, Seri: III, No: 19 sayılı Gayrimenkul Sertifikalarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği, Seri: V, No: 59 sayılı Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği’dir.

Çalışmanın konusu, Türkiye'deki gayrimenkul yatırım ortaklıklarının hukukî yönden incelenmesi olduğundan, yukarıda görüldüğü gibi, Türk mevzuatından ve Türk mevzuatı hakkındaki kaynaklar olan Türk doktrini ve içtihadından ağırlıklı olarak yararlanılmıştır. Gerek gayrimenkul yatırım ortaklıklarının faaliyet gösterdiği saha olan sermaye piyasaları, gerek gayrimenkul yatırım ortaklığı kurumunun dünyadaki ilk modern örnekleri ABD'de görülmüş olduğundan, çalışmada ABD menşeli doktrinel kaynaklara da yer verilmiştir.

İlk örneklerini ABD'de gördüğümüz, ortaklık temelinde gayrimenkul yatırımı modeli, ABD'deki başarılı yükselişini takiben, Avrupa Birliği ülkelerinde de bir yatırım modeli olarak uygulanmaya başlanmıştır. Türkiye'nin Avrupa Birliği üyeliğine aday ülke olması ve hukuk sisteminin Kıta Avrupa'sı hukuk sistemlerine, ABD'ye nazaran daha yakın olması sebebi ile, düzenleme bulunduğu ölçüde AB hukukuna ve çeşitli AB ülkelerindeki ve İsviçre'deki gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin mevzuat ve doktrine de çalışmada yer verilmiştir.

Çalışmanın özellikle açıklama ve öneri gerektiren yerlerinde, ABD, AB ve çeşitli Avrupa ülkeleri hukukuna ilişkin bilgiler ve Türk hukuku ile karşılaştırmalar yer almaktadır. Bununla birlikte çalışma, incelenen her bir yabancı hukukun yerleşmiş içtihadı, ülkesindeki doktrinel görüşleri ve uygulamadaki eğilimlerini kapsayacak boyutta, bir karşılaştırmalı hukuk çalışması niteliğinde değildir. Yabancı hukuka, ülkemizdeki mevzuatın yorumlanması ve zaman zaman da mevzuatın *de lege feranda* değiştirilmesi gerektiği düşünüldüğü durumlarda, öneri getirmek amacı ile yer verilmiştir.

Çalışma, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının hukukî incelemesini yaparken, ortaklığa iki temel perspektiften yaklaşmaktadır. Bunlardan ilki, gayrimenkul yatırım ortaklığının, bir hak süjesi olarak hukuk sistemi içinde teşekkül edişini ve sona ermesini, yani hukukî yapısını incelemektedir. Daha açık ifadesi ile, gayrimenkul yatırım ortaklığının tüzel kişilik kazanmasının koşulları ve bunun aşamaları ile, tüzel kişiliğinin sona ermesi ve bunun koşulları üzerinde durmaktadır. İlk bölümde, tüzel kişiliğini ne şekilde kazandığı ve kaybettiği tespit edilen gayrimenkul yatırım ortaklığının, ikinci bölümde, bir hak süjesi, tüzel kişi olarak hukuk düzeni içerisinde faaliyetleri üzerinde durulmaktadır. Bu bölümde ortaklığın özellikle yatırım ve finansmana ilişkin faaliyetleri ve bunların sonuçları üzerinde durulmaktadır.

Çalışmanın bu ilk ikili ayrımında, her bölüm ağırlıklı olarak, özel hukukun iki ana branşından birini ilgilendirmektedir. Şöyle ki, gayrimenkul yatırım ortaklığının tüzel kişilik kazanma ve kaybetmesine ilişkin koşul ve aşamaları inceleyen ilk bölüm ağırlıklı olarak ortaklıklar hukuku ve bununla bağlantılı bulunan sermaye piyasası hukukunu ilgilendirmektedir. Bir tüzel kişi olarak gayrimenkul yatırım ortaklığının hukukî işlemleri ve bununla bağlantılı hususların incelendiği ikinci bölüm ise, esas itibarıyla medeni hukuk ve bununla bağlantılı bulunan borçlar hukukunu ilgilendirmektedir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının tüzel kişiliğini edinmesi ve sona ermesine ilişkin ilk bölüm kendi içinde dört alt başlıktan meydana gelmektedir. Bu başlıklar sırasıyla; uygulanacak hükümlerin belirlenmesi, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kuruluşu, kuruluş sonrası zorunlu merasimler ile gayrimenkul yatırım ortaklıklarının sona erme sebepleri ve tasfiyesidir. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının tüzel kişiliğine hasredilmiş olan ilk bölümde, öncelikle gayrimenkul yatırım ortaklıklarına uygulanacak hükümlerin hangileri olduğunun belirlenmesi amaçlanmıştır. Bir kere uygulanacak hükümler tespit edildikten sonra, tüzel kişiliğin kurulması aşamaları açıklanmıştır. Gayrimenkul yatırım ortaklığı bir tüzel kişi olarak kurulduğu anda, hukuki teşekkülünü gerçek anlamda tamamlamış olmaz. Ortaklığın meydana gelmesinden itibaren belirli süreler içinde (portföyü oluşturma, halka açılma gibi) bir takım işlemleri yerine getirmesi gerekmektedir, aksi takdirde ortaklık gayrimenkul yatırım ortaklığı sıfatı ile faaliyet gösterme yetkisini yitirecektir. Bu sebeple ilk bölümün üçüncü alt başlığı, kuruluş sonrası zorunlu merasimlerin tetkikine ayrılmıştır. Bölümün son alt başlığı ise, kurulmuş ve gayrimenkul yatırım ortaklığı sıfatı ile faaliyet gösterme hakkını kazanmış bir ortaklığın hangi sebepler ile sona ereceği ve tasfiye edileceği konularına açıklık getirmektedir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarına uygulanacak hükümlerin belirlenmesine ilişkin ilk bölümün ilk alt başlığı altında Medeni Kanun ve Türk Ticaret Kanunu'nun, uygulanacak hükümlerin belirlenmesine ilişkin ilkeleri uyarınca bir sıralama yapılmaktadır. Esasen, uygulanacak hükümlerin belirlenmesi meselesi, gayrimenkul yatırım ortaklığı gibi bir kurumun hukuki açıdan incelenmesinde, olağan hallerde kısa bir yer tutması beklenebilecek konudur. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Tebliği'nde düzenlenen hükümler, şayet bir kanunda düzenlenmiş olsa idi uygulanacak hükümler belki bir cümle açıklanabilirdi. Ancak, ülkemizde bu kurumun gerek kuruluşunu, gerek faaliyetlerini düzenleyen emredici hükümlerin, kanun yerine, normlar hiyerarşisinde yönetmelik seviyesinde bulunan bir tebliğ ile düzenlenmiş olması, uygulanacak hükümlerin belirlenmesinde önemli güçlüklerin çıkmasına sebebiyet vermiştir. Bu güçlüklerin aşılması amacıyla özellikle, Tebliğ'i hazırlayıp yayınlayan Sermaye Piyasası Kurulu'nun böyle bir düzenleyici işlem yapma konusundaki yetkisinin sınırları ile Tebliğ'in normlar hiyerarşisi bakımından kanun düzenlemeleri karşısındaki sınırları üzerinde durulmuştur.

Birinci bölümün ikinci alt başlığı altında gayrimenkul yatırım ortaklığının tüzel kişi olarak hukuk sahasına çıkması amacıyla hangi aşamalardan geçileceği üzerinde durulmaktadır. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları anonim ortaklık şeklinde kurulduğundan, esasen gayrimenkul yatırım ortaklığının kuruluşunda da bir anonim ortaklık kuruluşunda olması gereken tüm aşamalardan geçilmesi gerekmektedir. Ancak tezin hedefleri arasında genel olarak anonim ortaklıklarının kuruluşunun açıklanması olmadığı için, bu açıklamaların yapılması genel eserlere bırakılıp, söz konusu başlık altında yalnızca gayrimenkul yatırım ortaklığının kuruluşunun, anonim ortaklığı kuruluşuna nazaran özel bir durum oluşturduğu haller üzerinde durulacaktır. Bu bağlamda gayrimenkul yatırım ortaklığının esas sözleşmesini hazırlayacak olan, kurucu ve lider sermayedarlarda bulunması gereken niteliklerin neler olduğu ile, esas sözleşmede yer alması gereken unsurlar, ortaklığın unvanı, amaç ve konusu, asgari sermayesi ve aynı sermaye koyma imkânları üzerinde durulmuştur. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları zorunlu olarak kayıtlı sermayeli olarak

kurulmak durumunda olduğundan, ortaklığın, Sermaye Piyasası Kurulu'ndan kuruluş izninin yanı sıra kayıtlı sermaye izni de alması gerekmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu'ndan alınan bu izin ve görüşlerin yanı sıra, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'ndan alınacak kuruluş izni ile, ortaklığın Ticaret Sicili'ne tescili mümkün olacaktır. Ticaret Sicili'ne tescil ve bunun ilanı ile ortaklık hukuk sahasına bir tüzel kişilik olarak çıkmış olmaktadır.

Yukarıda da işaret edildiği gibi, gayrimenkul yatırım ortaklığının, bu sıfatını koruyarak faaliyetlerine devam edebilmesi için kuruluşunu takiben bir takım zorunlu merasimleri gerçekleştirmesi gerekmektedir. Bu merasimlerden ilki, Sermaye Piyasası Kurulu'ndan portföy işletmeciliği faaliyet izni alınmasıdır. Gayrimenkul yatırım ortaklığının, ticari kazancını yalnızca, oluşturduğu gayrimenkul portföyünü işleterek kazanması gerekmektedir. Ortaklığın başka türlü bir ticari faaliyet yapması Tebliğ ile yasaklanmıştır. Bu sebeple faaliyetlerine devam edebilmesi ancak portföy işletmeciliği faaliyet iznini edinmesi ile mümkün olur. Portföy işletmeciliği faaliyet izni talebi ile birlikte, ortaklığın halka açık anonim ortaklık statüsünü edinmesi talebi değerlendirilmektedir. Ortaklığın faaliyetlerine devam edebilmesi için, ödenmiş sermayesinin en az %49'unu kamuya arz etmesi gerekmektedir. Ortaklığın halka arz olunan hisse senetlerinin, borsaya kote olması zorunludur. Bu sebeplerle çalışmanın bu bölümünde, kuruluşun sonradan zorunlu merasimler çerçevesinde, portföy işletmeciliği faaliyet izni edinilmesi, halka açık anonim ortaklık statüsünün elde edilmesi ve buna bağlı olarak hisse senetlerinin kote edilmesi hususları incelenmiştir.

Hukuk sahasına bir tüzel kişilik olarak çıkıp, gayrimenkul yatırım ortaklığı sıfatını koruma şartlarını edinen ortaklığın sona ermesi hususu, ortaklığın hukuki yapısına ilişkin ilk bölümün son alt başlığı altında değerlendirilmektedir. Tıpkı tüzel kişiliğin kuruluşunun incelendiği ikinci alt başlıkta olduğu gibi, tüzel kişiliğin sona ermesine ilişkin bu alt başlıkta da yalnızca gayrimenkul yatırım ortaklıklarına özellik arz eden sona erme sebeplerine değinilmektedir. Gayrimenkul yatırım ortaklığı bir anonim ortaklık olarak kurulduğu için, anonim ortaklığın sona ermesine sebebiyet veren her husus, gayrimenkul yatırım ortaklığının da sona ermesine sebep olacaktır. Çalışmada yalnızca gayrimenkul yatırım ortaklıklarına özel olabilecek butlan, fesih ve infisah hallerine değinilmektedir. Ortaklığın hukuki yapısına ilişkin bu bölümde son olarak ortaklığın tasfiye ve terkinine değinilmektedir. Burada da alelade anonim ortaklıklardan farklı olarak gayrimenkul yatırım ortaklıklarına uygulanabilecek tedrici tasfiye hükümleri üzerinde durulmaktadır.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ne şekilde kurulduğuna ve sona erdiğine ilişkin hususları birinci bölümde açıklığa kavuşturduktan sonra, ortaklığın faaliyetlerine ilişkin hususlar ikinci bölümde açıklanmıştır. Yukarıda da belirtildiği gibi ortaklığın Tebliğ ile izin verilen tek ticari faaliyeti, portföy işletmeciliğidir. Bu sebeple ikinci bölümün ilk alt başlığı altında portföy işletmeciliği faaliyetine hâkim ilkeler üzerinde durulmakta, ikinci alt başlık altında gayrimenkul portföyü işletmecisi olarak Tebliğ ile izin verilen faaliyetler üzerinde durulmaktadır. İkinci bölümün son iki alt başlığı altında ise ortaklığın bir sermaye piyasası kurumu olmasından kaynaklanan faaliyetleri ve bu faaliyetlerin sonuçları üzerinde durulmaktadır. Üçüncü alt başlık altında gayrimenkul yatırım ortaklığının Tebliğ'de belirlenmiş

olan, sermaye ve para piyasası faaliyetlerinin neler olabileceği açıklanmakta, dördüncü alt başlık altında ise ortaklığın bir sermaye piyasası kurumu olması sebebi ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun denetimine tabi olması üzerinde durulmaktadır. Aynı başlık altında ortaklığın faaliyetlerinden kaynaklanan kazancının vergi avantajları açıklanmaktadır.

Gayrimenkul yatırım ortaklığının faaliyetlerinin değerlendirildiği ikinci bölümün ilk alt başlığı, ortaklığın esas faaliyeti olan portföy işletmeciliği faaliyetine hâkim ilkelerin açıklanmasına hasredilmiştir. Gayrimenkul yatırım ortaklığının portföy işletmeciliği faaliyetlerine ilişkin uluslararası alanda kabul görmüş bir takım ilkeler vardır. Öncelikle bu ilkeler üzerinde durulmuş, ardından Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Tebliği'nde bu ilkeler ile de bağlantılı olacak şekilde yer alan portföy işletmeciliği ilkeleri açıklanmıştır.

Gayrimenkul yatırım ortaklığının portföy işletmeciliğine hâkim ilkeleri de göz önünde bulundurarak, yapacağı esaslı faaliyet ikinci bölümün ikinci alt başlığı altında açıklanan gayrimenkul portföyü işletmeciliğidir. Gayrimenkul portföy işletmeciliği esas itibariyle iki ana yatırım kolundan oluşmaktadır. Bunlar, gayrimenkule dayalı haklara yatırım ve gayrimenkule dayalı projelere yatırımdır. Bu alt başlık altında, gayrimenkule dayalı ayni ve nispi haklardan hangilerine yatırım yapılmasının mümkün olduğu açıklanmıştır. Portföy işletmeciliği faaliyetlerinden gayrimenkule dayalı projelere yatırım hususu da ayrıntısı ile iki aşamada açıklığa kavuşturulmuştur. Bunlar; üzerinde proje geliştirilmesine Tebliğ ile izin verilen gayrimenkullerin hangileri olduğu ile, projenin yüklenilmesinde gayrimenkul yatırım ortaklığının hangi hukuki yöntemleri tercih edebileceğidir.

Çalışmanın ikinci bölümünde açıklanan, gayrimenkul yatırım ortaklıkları faaliyetlerinden, sermaye ve para piyasası faaliyetlerine, bu bölümün üçüncü alt başlığında yer verilmiştir. Gayrimenkul yatırım ortaklığının para ve sermaye piyasasındaki faaliyetleri, yatırım faaliyeti ve finansman sağlama faaliyeti olarak iki başlık altında değerlendirilmiştir. Sermaye ve para piyasalarına yapılan yatırımlarda, ortaklığın esas faaliyet sahası göz önünde bulundurularak, gayrimenkule ilişkin sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırımlara özel bir önem atfedilmiştir. Benzer şekilde, sermaye ve para piyasası faaliyetleri ile finansman elde etmenin amaçlandığı durumlarda da gayrimenkul piyasası ile doğrudan alakalı olan gayrimenkul sertifikaları ve varlığa dayalı menkul kıymet ihraçları üzerinde özellikle durulmuştur.

Gayrimenkul yatırım ortaklığı bir sermaye piyasası kurumu olduğu için Sermaye Piyasası Kurulu'nun denetimine tabi bulunmaktadır. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının Sermaye Piyasası Kurulu'nun denetimine tabi olması ile, bir sermaye piyasası kurumu olması sebebiyle elde ettiği vergi avantajlarından yararlandırılması hususları ikinci bölümün son başlığı altında değerlendirilmektedir. Ortaklığın Sermaye Piyasası Kurulu'nun denetimine tabi tutulması konusu, öncelikle bu denetimde tabi olunan esasların incelenmesi yolu ile açıklanmıştır. Denetimde bağlı olunan esaslar, denetimi yapan Sermaye Piyasası Kurulu'nun bağlı bulunduğu esaslar ile, denetlenen gayrimenkul yatırım ortaklığının denetime yardımcı

faaliyetlerinde bağılı bulunduğu esasları da kapsayacak şekilde değerlendirilmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun denetiminde, gayrimenkul yatırım ortaklığının gerek idari, gerek mali denetimi üzerinde ve bu denetimler sonucunda ortaklığın maruz kalabileceği yaptırımlar üzerinde durulmuştur. Gayrimenkul yatırım ortaklığı yalnızca Sermaye Piyasası Kurulu'nun denetimine değil, aynı zamanda yoğun bir vergi denetimine tabi tutulmaktadır. Gayrimenkul yatırım ortaklığı, yalnızca Türkiye'de değil, dünyada da gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren diğer ortaklıklardan farklı olarak bir takım vergi avantajlarına sahiptir. Bu bölümde öncelikle, ortaklığa dünyada ve Türkiye'de neden vergi avantajları tanındığı üzerinde durulmaktadır. Bu sebepler de göz önünde bulundurularak, ortaklığın bugün Türkiye'de sahip olduğu vergi avantajları ve avantaja sahip olması gerekmesine rağmen diğer ortaklıklarla aynı vergi yükümlülüklerine sahip olduğu alanlar açıklanmaktadır.

Çalışmanın sonuç bölümünde, sırası ile yukarıda özetlenen tüm bölümlerde varılan sonuçlar ve öneriler bir bütünlük içerisinde gösterilmiştir. Bunun yanı sıra genel bir değerlendirme yapılmış ve çalışmada yer alan açıklamalar ışığında, Türk gayrimenkul yatırım ortaklıklarının bugünkü mevzuat ve uygulama çerçevesinde dünyadaki benzerleri karşısındaki durumu karşılaştırılmıştır. Bu genel değerlendirmeler ışığında gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile ilgili alanlarda araştırma yapmak isteyen kimselere yol gösterici nitelikte değerlendirme ve öneriler belirtilmiştir.

GİRİŞ

- Türkiye yirminci yüzyılın ikinci yarısında hızlı bir kentleşme süreci içine girmiştir¹. Bu hızlı kentleşme sürecinde, özellikle kentlerde, gayrimenkul alanında doğal afetlere dayanıksız yerleşme, doğal ve kültürel varlıkların korunamaması, kaçak yapılaşma, teknik ve sosyal altyapı ve üst yapı eksiklikleri meydana gelmiştir.
- 5 Planlı şehirleşme mümkün olmamış, gecekondulaşma ülkenin büyük sorunlarından biri haline gelmiştir². Bu sorunun önüne geçilebilmesi için gayrimenkul yatırıma ihtiyaç doğmuştur. Gayrimenkul yatırımlarının artması yalnızca ülkenin bayındırlık ihtiyacından değil, aynı zamanda gayrimenkul yatırımının yatırımcısına enflasyona karşı koruma sağlaması, (örneğin kira sözleşmesi vasıtasıyla) düzenli gelir sağlaması
- 10 ve volatilitésinin az olmasından kaynaklanmaktadır³. Nitekim uzun bir süredir medyada gayrimenkule ilişkin yatırımlar ve bunların yatırımcısı olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları sıklıkla yer almaya başlamıştır. Bununla birlikte, bir gayrimenkul yatırım ortaklığından tam olarak ne anlaşılması gerektiği çoğu sermaye piyasası yatırımcısı tarafından dahi bilinmemektedir.
- 15 Gayrimenkul sektörünün planlı gelişmesi ve altyapı projelerinin gerçekleştirilebilmesi çoğunlukla büyük sermaye ve uzmanlık gerektiren yatırımların yapılmasını gerektirmektedir⁴. Bu oranda büyük sermaye çoğunlukla tek bir (gerçek ya da tüzel) kişinin malî ve yönetsel sınırlarının ötesine geçmektedir⁵. Ne var ki,

¹ 2000 yılı nüfus sayımı sonuçları, farklı kriterlere göre ülke nüfusunun %64,9'unun kentlerde yaşadığını göstermektedir. DPT 9. Kalkınma Planı: Yerleşme – Şehirleşme, s. 18

² DPT 9. Kalkınma Planı: Yerleşme – Şehirleşme, s. 29-36

³ Barbara KNOFLACH/ / Thomas KÖRFGEN, “Grundkonzeption und Vorbereitung der Real Estate Investment Trusts” **REITs Real Estate Investment Trusts, Marktüberblick Aufbau und Management Investitionenen in REITs**, Editör Jürgen SCHÄFER, Münih 2007, s. 6

⁴ Türkiye'deki yatırımlarda en büyük eksikliğin sermaye biriminin bulunmaması ve tasarruf eksikliği olduğu yönünde bk. Hamdi YASAMAN, **İsviçre ve Fransız Hukukunda Yatırım Fonları ve Türk Hukukunda Uygulanma İmkânları**, İstanbul 1980, s. 3

⁵ William B. BRUEGGEMAN / Jeffrey D. FISHER, **Real Estate Finance and Investments**, International Edition, 2005, s. 495; Özkan SUSAR, **Tüm Yönleriyle Gayrimenkul Yatırım**

özellikle gecekondulaşmanın önüne geçilmesi ve mevcut gecekonduların bölgelerinin
islah edilmesi, planlı ve yüksek sermaye getiren yatırıma ihtiyaç duymaktadır.
Türkiye'nin önündeki gecekondular problemi bir yana, yalnızca kentlerdeki hızlı nüfus
artışı dahi, büyük miktarda yeni konut ihtiyacı doğurmaktadır⁶. Bu ihtiyaçlara cevap
5 verebilmek için, Türkiye'de büyük gayrimenkul yatırımlarına ihtiyaç duyulmaktadır.

İktisadi sebeplerle sermayedarlar, büyük gayrimenkul yatırımlarına bireysel
yatırım yapmaktan kaçınılmakta, bunun yerine büyük yatırımcıların bir araya gelerek
sendikasyon yöntemi ile yatırım yapması tercih edilmektedir⁷. Gerekli sermayeyi
10 birden fazla büyük yatırımcının bir araya gelerek sağlaması düşünülebileceği gibi, bir
uzman yatırımcının, küçük tasarruf sahiplerinden topladığı sermaye ile yatırım
yapması da düşünülebilir. Bu şekilde, uzman kişilerin, riskin dağıtılması ilkesi
uyarınca, küçük tasarruf sahiplerinin sermayelerini işletmesi kolektif yatırım
(müşterek yatırım) olarak adlandırılmaktadır⁸. Tanım uyarınca kolektif yatırım,
15 kolektif olmayan yatırımdan ayıran üç unsur vardır. Bunlar, yatırımın (portföyün)
halktan toplanan sermaye ile oluşturulduktan sonra (i), riskin dağıtılması ilkesi
uyarınca (ii), uzmanlarca yönetilmesidir (iii)⁹. Küçük tasarruf sahiplerinin yatırımları
ile oluşturulan gayrimenkul portföyünü, riskin dağıtılması ilkesi çerçevesinde,
istihdam ettiği uzmanlar aracılığı ile işleten gayrimenkul yatırım ortaklığı, bu
20 anlamda bir kolektif yatırımcıdır. Gayrimenkul yatırım ortaklığının maksadı, halka
açılma yöntemi ile küçük yatırımcıdan toplamış olduğu sermaye ile oluşturduğu
gayrimenkul portföyünü, öncelikli olarak gayrimenkul sektörüne uzman eli ile
yatırım yapmak suretiyle işletmektir¹⁰. Gayrimenkul yatırımları yolu ile gayrimenkul

Ortaklıkları, Ankara 2004, s. 17; Belgin AKÇAY, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**, Ankara 1999, s. 2

⁶ Ali ALP, **Modern Konut Finansmanı**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No:51, Ankara 2000, s. 144-146

⁷ Sendikasyon, tek başına belirli bir hukuki formu (örneğin, ticaret ortaklığı, adi ortaklık ve saireyi) işaret etmekten ziyade, hukuki altyapısı ne olursa olsun, birden fazla kimsenin iktisadi ve yönetsel imkânlarının bir araya getirilerek yatırım yapılması anlamında kullanılmaktadır. Bk. BRUEGGEMAN/FISHER, s. 495

⁸ YASAMAN, Yatırım Fonları, s. 1; N.Fusun NOMER, Yatırım Ortaklıkları, İstanbul 2003, s. 6

⁹ NOMER, Yatırım Ortaklıkları, s. 8

¹⁰ KNOFLACH/KÖRFGEN, s. 2

yatırım ortaklığının, şehirlerin planlı gelişmesine önemli katkıda bulunabilecek uzmanlık ve sermayeye sahip olduğu görülmektedir¹¹.

Hukukumuzda “gayrimenkul yatırım ortaklığı” adı ile giren bu kolektif yatırım kurumu, esasen temelini Amerikan hukukundaki REIT – *Real Estate Investment Trust* kurumundan almaktadır. Amerika Birleşik Devletleri’nde 1880’li yıllardan beri REIT statüsünde işletilen kolektif yatırım kurumları mevcut olmakla birlikte, bugün ülkemizdeki GYO’ların ilham alındığı hali ile REIT, 1961 yılında yürürlüğe giren bir vergi kanunu (*Internal Revenue Code*) ile ihdas edilmiştir¹². Buna göre 1961 yılından beri REIT statüsündeki gayrimenkul yatırımcıları kurumsal kazançları üzerinden kurumlar vergisi mükellefi değildir¹³. Benzer şekilde ülkemizde de gayrimenkul yatırım ortaklıkları, çeşitli vergi avantajlarından yararlanmak üzere vergi kanunlarında yerini almaktadır. Bununla birlikte, ülkemizde GYO’lar vergi kanunları ile değil, Sermaye Piyasası Kanununda değişiklik yapan, 29.04.1992 tarih ve 3794 sayılı kanunun, SerPK md. 32’de yaptığı değişiklik ile ilk olarak düzenlenmiştir.

SerPK md. 32 GYO’ların yalnızca çerçevesini çizmektedir. Asıl GYO düzenlemesi SPK’nın bir tebliği ile yapılmıştır. SPK’nın gayrimenkul yatırım ortaklıklarını Türkiye’de ilk defa hukuki olarak düzenleyen metni 22.07.1995 tarihinde yürürlüğe giren Seri: VI, No:7 sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği’dir. 1998 yılında yürürlüğe girmesiyle, Seri: VI, No:7 ve bu Tebliğ’e ek yapan Seri: VI, No:8 sayılı Tebliğleri yürürlükten kaldıran, Seri: VI, No:11 sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği bugün, çeşitli değişiklik ve eklemeler ile hâlâ yürürlüktedir¹⁴. GYO Tebliği yürürlüğe girdiği

¹¹ Kolektif yatırımcıların ülke ekonomisine yalnızca ihtiyaç duyulan büyük sermayenin toplanması açısından değil, aynı zamanda günlük küçük sermayenin tüketime gitmesinden, sını ve ticari alana aktarılması açısından da faydalı olduğu yönde bk. **YASAMAN**, Yatırım Fonları, s. 62

¹² Dünyada bugün en büyük REIT piyasası ABD’de bulunmaktadır. **KNOFLACH/KÖRFGEN**, s. 2, **BRUEGGEMAN/FISHER**, s. 580

¹³ ABD’de REIT’ler ana olarak üç grupta toplanmaktadır. Bunlar; equity REITs, mortgage REITs ve hybrid REITs olarak adlandırılır. Gayrimenkule dayalı haklar ve projelere yatırım yapan tür equity REITs, ipotek ile teminat altına alınmış menkul kıymetlere yatırım yapanlara mortgage REITs, her iki tip yatırımı da yapanlara ise hybrid REITs olarak adlandırılmaktadır. **BRUEGGEMAN/FISHER**, s. 583, 584, Türk mevzuatında düzenlenen GYO’ya en benzeyen tür equity REIT olduğundan, çalışmada REIT ifadesi, aksi belirtilmedikçe, equity REIT anlamında kullanılmıştır.

¹⁴ 08.11.1998 tarihli 23517 sayılı resmi gazetede yayımlanmıştır.

tarihten itibaren yedi defa değişikliğe uğramış, son olarak 2008 yılında yapılan değişiklik ile nihai halini almıştır.

GYO Tebliği'nde tanımlandığı şekli ile GYO “*Bu Tebliğ ile belirlenmiş usul ve esaslar dâhilinde, 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 bu Tebliğ'de izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen*” bir sermaye piyasası kurumudur. Tebliğ md. 4/f.I/b(a)'da verilen GYO tanımı, ortaklığın hangi unsurlara yatırım yapabildiği hususuna ağırlık vermekle birlikte, GYO'nun olmazsa olmaz unsurları ile ayırt edici şartlarını içermemektedir. GYO'nun *sine qua non* unsurları arasında, halktan toplanan tasarruflar ile oluşturulan portföyün işletilmesi amacı ile anonim ortaklık şeklinde kurulmak, Tebliğinde gösterilen asgari halka açıklık oranına ulaşmış ve kayıtlı sermaye sistemine geçmiş olmak gösterilebilir. Olmazsa olmaz nitelikte sayılan bu unsurlar, ortaklık olarak teşekkül eden tüm kolektif yatırım kurumları için birdir. GYO'yu ortaklık şeklinde kurulan diğer kolektif yatırım kurumlarından ayıran ise, oluşturup işleteceği portföyün gayrimenkul portföyü olma zorunluluğudur. Gayrimenkul portföyünden anlaşılması gereken, ağırlıklı olarak gayrimenkul üzerinde haklar ve projeler ile gayrimenkule dayalı yatırım araçlarından oluşan bir portföydür. Gayrimenkul üzerindeki hak ve projeler ile gayrimenkule dayalı yatırım araçlarından hangilerine ne ağırlıkta yatırım yapılması gerektiği ise Tebliğ'de düzenlenmektedir. Bu kısa açıklama çerçevesinde GYO'ya bir tanım verilecek olursa; GYO'nun, “GYO Tebliği hükümlerine uygun olarak, halktan toplanan tasarruflar ile oluşturduğu gayrimenkul ağırlıklı portföyünü, riskin dağıtılması ve uzman eli ile yönetim ilkeleri uyarınca işletmek amacıyla, halka açık ve kayıtlı sermayeli olarak kurulan bir anonim ortaklık” olduğu söylenebilir.

Önerdiğim tanımda da görülebileceği gibi, GYO gayrimenkul ağırlıklı portföyü bizzat işletmektedir. Bir kolektif yatırım tipi yaratan kanun koyucunun, öncelikle portföy işletilmeciliği için iç (bizzat) işletmeciliği mi, yoksa üçüncü kişi eli ile

yönetimi mi öngördüğü tespit edilmelidir¹⁵. GYO gibi, bir tür kolektif yatırım olan yatırım fonlarında, portföy bizzat yönetilmemekte ve fakat üçüncü bir kimseye yönettirilmektedir. Kolektif yatırım kurumlarından, GYO'nun da mensubu olduğu yatırım ortaklıkları grubunun, (sözleşmeye dayalı model kolektif yatırım olan) 5 yatırım fonlarından asıl farkı, yatırım fonlarında portföyün güvenilir kişi (yeddi-emin, *trustee*) eli ile yönetilmesidir¹⁶. Yatırım fonlarında, küçük tasarruf sahiplerinden toplanan sermaye ile oluşturulan portföye tasarruf sahibi (yatırım fonu katılma belgesi sahibi) bizzat maliktir. Ne var ki, yatırımcının malik olduğu portföyün yönetimine en ufak bir müdahalesi dahi söz konusu değildir, zira portföy 10 yatırımcı hesabına, inançlı mülkiyet esaslarınca üçüncü bir kimse tarafından yönetilmektedir¹⁷. Yatırımcının portföyün yönetiminden memnun olmadığı durumda elindeki tek seçenek katılma payını başka bir kimseye devrederek sistemden çıkmasıdır. Yatırım ortaklıklarında ise, yatırımcı portföye doğrudan malik olmamakla birlikte, portföyün yönetiminde söz sahibidir. Zira portföy yönetimi ile 15 ortaklığın yönetimi bir bütün teşkil eder, portföy bizzat ortaklık yöneticileri tarafından işletilir¹⁸. Şöyle ki, yatırım ortaklığı sisteminde portföyün maliki yatırım ortaklığıdır¹⁹. Yatırımcılar ise, ortaklıkta yalnızca pay sahibidirler. Malik olmasa²⁰ dahi yatırımcı, pay sahipliğinden doğan yönetsel haklarını kullanmak suretiyle, portföy yönetiminde söz sahibi olabilmektedir²¹. Portföyün kolektif yatırım kurumu 20 tarafından bizzat değil, üçüncü kişi eliyle yönetilmesi ABD'deki REIT sisteminde 1961 yılından, 1986 yılına kadar denenmiştir²². Bu sistemde portföy yöneticisinin yatırımcının çıkarı aleyhine hareket etme olasılığının çok olması ve bunun karşısında

¹⁵ KNOFLACH/KÖRFGEN, s. 4

¹⁶ Ünal TEKİNALP, "Yatırım Ortaklıklarının Düzenlenmesinde Temel Alınabilecek İki Model ve Türk Sistemi", *İktisat ve Maliye*, C. XVII, Sayı 9, 1970, s. 387 Kolektif yatırım kurumlarının, yatırım ortaklığı – yatırım fonu ya da başka bir bakış açısıyla ortaksal - sözleşmesel olarak ayrılması kıta Avrupa'sı sistemine uygun bir ayırmadır. Bu sistemde trust müessesesinin yatırımcılarının haklarının tespit edilmesi güçlük teşkil etmektedir. Charles E. ROUNDS / Andreas DEHIO, "Publicly-Traded open-end Mutual Funds in Common Law and Civil Law Jurisdictions: A Comparison of Legal Structures", *New York University Journal of Law & Business*, vol. 3, No.2, 2007, s. 476

¹⁷ Ünal TEKİNALP, *Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları*, İstanbul 1982, s. 111

¹⁸ TEKİNALP, *Sermaye Piyasası*, s. 104

¹⁹ YASAMAN, *Yatırım Fonları*, s. 10

²⁰ Tekinalp, yatırım ortaklığı pay sahiplerinin portföyün medeni hukuk anlamında maliki olmamakla birlikte, "ekonomik maliki" olduğunu hatırlatmaktadır. Bk. TEKİNALP, *Sermaye Piyasası*, s. 103

²¹ TEKİNALP, *İki Model*, s. 389

²² REIT bir "trust" çeşididir. Trust yukarıda kıta Avrupa'sı sistemine uygun olarak yaptığımız ikili ayırmda (yatırım ortaklığı/yatırım fonu ayırmda) iki sistemden birine tam olarak oturmamakta, anglo-amerikan sisteminin özgün bir ürünü olarak değerlendirilmektedir. YASAMAN, *Yatırım Fonları*, s. 19, NOMER, *Yatırım Ortaklıkları*, s. 10

yatırımcının müdahalesinin olmaması sebebiyle, 1986 yılında yapılan kanun değişikliği ile ortaklıklara portföylerini bizzat yönetme imkânı tanınmıştır²³. Bu kanun değişikliği ile ABD’de REIT’lerin büyük çoğunluğu esas sözleşmelerini değiştirerek, portföylerini bizzat yöneten kurumlar halini almıştır²⁴. ABD’deki düzenlemeden farklı olarak, Türkiye’de GYO Tebliği uyarınca kurulan bir ortaklığın, gayrimenkule dayalı portföyünü bizzat işletip işletmemek konusunda seçim hakkı yoktur. GYO gayrimenkule dayalı portföyünü bizzat işletmek zorundadır²⁵. *Trust* müessesesi, tam olarak bir yatırım ortaklığı teşkil etmemekle birlikte, ABD’de bugün faaliyette bulunan *Real Estate Investment Trust*’lar kıta Avrupa’sı sistemlerinden, yatırım ortaklığına daha benzer durumdadır. Nitekim ortaksal temelde kurulan Alman GYO’larına ilişkin 2007 yılında yürürlüğe giren kanun (*Gesetz zur Schaffung deutscher Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen*) dahi Alman GYO’sunu REIT olarak adlandırmaktadır. Benzer şekilde gayrimenkul alanında yatırım yapmak üzere, ortaklık temelinde öngörülen kolektif yatırım kuruluşları Belçika, Hollanda, Fransa ve İsviçre’de de kanunen düzenlenmiştir. Belçika’da “*Société d’Investissement à Capital Fixe en Biens Immobiliers (SICAFI)*”, Hollanda’da “*fiscale beleggingsinstellingen (FBI)*”, Fransa’da “*Société d’Investissement Immobilier Cotée (SIIC)*”, İsviçre’de “*Société d’Investissement Immobilier à Capital Variable*” ya da “*SICAV Immobilier*” isimleri ile anılan gayrimenkul yatırım ortaklıkları, İsviçre²⁶ ve Almanya hariç olmak üzere bu ülkelerde özel kanunlarında değil, vergi kanunlarında düzenlenmektedir²⁷. Avrupa Birliği hukukunda ise ortaklık temelinde kurulacak ve gayrimenkul alanında yatırım yapması öngörülen bir kolektif yatırım kuruluşu özel olarak düzenlenmemiştir. Yatırım ortaklıklarına ilişkin 85/611/CEE sayılı Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kolektif Yatırım Kuruluşlarına ilişkin bir yönerge mevcutsa da, bu yönerge GYO’ya uygulanabilir nitelikte değildir. Zira yönergenin başlangıcının (dibacesinin) altıncı

²³ BRUEGGEMAN/FISHER, s. 581, KNOFLACH/KÖRFGEN, s.4

²⁴ Herdem BELEN, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Faaliyetlerinin Medenî Hukuk Açısından Değerlendirilmesi*, İstanbul 2002, s. 12, BRUEGGEMAN/FISHER, s. 582

²⁵ İstisnai olarak, GYO portföyünün likit kısmının (nakit, menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarından oluşan kısmının) işletmesinin üçüncü bir kimseye devredilebileceği yönünde bk. 2.1.1.1.2 numaralı başlık altındaki açıklamalar.

²⁶ İsviçre’de SICAV Immobilier, kanun ile düzenlenmiş olmak ile birlikte Almanya’daki gibi özel bir kanunda değil, tüm kolektif yatırım kuruluşlarını birden düzenleyen bir kanunda (*Loi sur les Placements Collectifs des Capitaux – LPCC md. 58 vd.*) düzenlenmiştir.

²⁷ Jacques MALHERBE / Michel de WOLF / Christine SCHOTTE, *Droit Fiscal: L’impôt des Sociétés*, Bruxelles 1997, s. 189

paragrafında, yönergenin “*ilk aşamada... münhasıran menkul kıymetlere yatırım yapan kolektif yatırım kuruluşlarına*” yönelik olduğu belirtilmektedir. Bu çerçevede, ikinci bir aşamada, gayrimenkul alanında yatırım yapan kolektif yatırım kuruluşlarının, çıkartılacak bir yönerge ile düzenlenmesi, haklı olarak beklenebilir.

5 Ne var ki, bugüne kadar gayrimenkul yatırım ortaklıklarının faaliyet alanını kapsayacak bir AB düzenlemesi yayımlanmamıştır. 2007 tarihli Alman REIT kanunu da 85/611/CEE direktife uygun olarak değil, AB hukukunun genel nitelikli vergi, ortaklıklar ve sermaye piyasası hukuku kuralları dikkate alınarak hazırlanmıştır²⁸.

10 Küçük yatırımcı gözüyle bakıldığında, GYO'nun iki yönden diğer tür yatırımlara göre avantajlı olduğu gözükmemektedir. Bunlardan birincisi yatırımın uzman kişi eli ile yönetiliyor olması, ikincisi ise yatırımın alelade bir gayrimenkul yatırıma nazaran kolay nakde çevrilebiliyor olmasıdır²⁹. Yatırımcının avantajlarından birincisini daha açık ifade edecek olursak; küçük yatırımcı GYO'ya

15 yatırım yapmak yerine, gayrimenkul sektörüne bizzat yatırım yapacak olursa, piyasa riski (örneğin enflasyon ve faiz oranlarında öngörülemeyen değişiklik riskleri) başta olmak üzere, gayrimenkul sektöründeki riskler ile şayet bir projeye başlanmışsa proje riskini de üstlenmektedir. Buna mukabil, GYO'ya yatırım yaptığı takdirde bunlardan yalnızca piyasa riskini üstlenmiş olacaktır³⁰. Gayrimenkul alanında uzman olmayan

20 küçük yatırımcıdan, gayrimenkul sektörü ve projelendirilmesi alanlarında bir uzman gibi karar vermesi beklenemeyeceğinden, bu alanlarda uzman kimseleri bünyesinde barındıran GYO'ya yatırım yapılması yatırımcının risklerini azaltacaktır³¹. Üstelik sınırlı tasarrufları ile portföyünü çeşitlendirme imkânı olmayan küçük yatırımcı karşısında, GYO'nun halktan topladığı sermaye ile kolayca gayrimenkul portföyünü

25 çeşitlendirme ve bu yolla sektörel ve proje bazlı risklerini en aza indirme imkânı vardır³². Yatırımcının alelade gayrimenkul yatırıma nazaran bir diğer avantajı da, GYO yatırımının kolay nakde çevrilebilir olmasıdır³³. Türkiye'de GYO hisse

²⁸Ekkehart REIMER, “Gesetztext REITG, Europarechtliche Analyse”, **Gesetz über deutsche Immobilien-Aktinengesellschaften mit börsennotierten Anteilen (Real Estate Investment Trust) mit Nebenbestimmungen**, Münih 2008, s. 56, 57

²⁹TEKİNALP, İki Model, s. 388, BRUEGGEMAN/FISHER, s. 585

³⁰A. Ender ÇOLAK/ Aşkın ALICI, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları A'dan Z'ye**, SPK Yayın No: 136, Ankara 2001, s. 8

³¹YASAMAN, Yatırım Fonları, s. 61; TEKİNALP, İki Model, s. 388

³²SUSAR, s. 20

³³ÇOLAK/ALICI, s. 9, BRUEGGEMAN/FISHER, s. 585

senetlerinin borsaya kote olması zorunludur³⁴. Borsaya kote hisse senetlerine yapılan yatırımın her an bir başka kimseye satılarak nakde çevrilmesi mümkünken, bir gayrimenkulün satılarak nakde çevrilmesi gerek alıcı bulunması açısından, gerek satım işlemlerinin teferruatlı olması açısından daha zordur³⁵.

5 GYO'nun yatırımcısına sağladığı likidite avantajı, GYO'nun ihdas sebeplerinden biri olarak görülmektedir. Gayrimenkul piyasası, nitelik olarak çoğunlukla bağımsız (her bir gayrimenkul için özel durumları göz önünde bulundurmaya gerektiren) ve mahalli olduğundan, rekabetin ve likiditenin gelişmesine çok uygun değildir ve bu bağlamda gayrimenkule yapılan yatırımlar 10 ekonomi içinde hareket kabiliyetleri kısıtlı, durağan yani "ölü" yatırımlar olarak kabul edilmektedir³⁶. Bu açıdan bakıldığında, GYO yatırımlarının likiditesinin, gayrimenkul yatırımlarına nazaran yüksek olması, yalnızca küçük yatırımcı açısından bir avantaj sağlamamakta, aynı zamanda ülke ekonomisi açısından, duran varlıkların da sirkülasyonunun artırılması anlamına gelmekte, yani menkul kıymetleştirme etkisi 15 yaratmaktadır. GYO hisse senetlerine yapılan yatırımın ülke ekonomisine bir diğer yararı da sermaye piyasalarının gelişmesi ve derinleşmesine yaptığı olumlu etki olarak gösterilmektedir³⁷.

2007 yılı verilerine göre, Türkiye'de hisse senetleri borsada işlem gören 20 GYO'ların aktif değerlerinin toplamı 2.8 milyar liraya ulaşmıştır³⁸. 2009 yılı itibariyle Türkiye'de hisse senetleri borsada işlem gören 280 ortaklık vardır³⁹. Bunlardan 14'ü GYO sıfatını haizdir⁴⁰. Buna göre bugün itibariyle hisse senetleri borsa kotunda işlem görmekte olan ortaklıkların %5'ini GYO'lar oluşturmaktadır. Bu oranın, gayrimenkul sektöründe ve Tebliğ ile oldukça sınırlandırılmış bir sahada

³⁴ Buna mukabil ABD'de REIT'lerin teşkilatlanmış bir piyasada işlem görme zorunluluğu yoktur. Bu tür REIT'e private REIT denmektedir. Private REIT hakkında ayrıntılı açıklama için bk. **BRUEGGEMAN/FISHER**, s. 586

³⁵ **AKÇAY**, s. 7

³⁶ **SUSAR**, s. 16, **AKÇAY**, s. 1

³⁷ **SUSAR**, s. 22

³⁸ Ekrem ÇANAKÇI, **İMKB'de İşlem Gören Yatırım Ortaklıklarının Finansal Analizi (2005-2007)**, SPK Araştırma Raporu, Ankara 2008, s. 13

³⁹ <http://www.imkb.gov.tr/Data/StocksData.aspx> 2009 yılı tamamlanmamış olduğu için kesinleşmemiş veridir. Ziyaret tarihi 08.09.2009

⁴⁰ <http://www.gyoder.org.tr/BrowseContent.aspx?MainCatID=7&SubCatID=18> ziyaret tarihi 08.09.2009

faaliyet gösteren GYO'lar karşısında, inşaat sektöründen sanayiye, turizmden ticarete pek çok alanda faaliyet gösteren Türkiye'nin diğer tüm şirketlerine oranı olduğu düşünüldüğünde, %5'in ne kadar büyük bir oran olduğu anlaşılacaktır. Üstelik bugün GYO olarak kurulmuş ve faaliyete geçmiş olup, henüz portföyünü tamamlayıp hisse senetleri halka arz edilmediği için bu oranın içinde yer almayan 12 adet daha GYO mevcuttur. Bu ortaklıkların da hisse senetleri halka arz edilip borsa kotuna alındıktan sonra, bugün 14 olan borsaya kote GYO sayısı 26'ya çıkacak ve borsaya kote ortaklıkların sayısında bir değişiklik olmadığı takdirde, GYO'ların borsa kotuna alınmış ortaklıklar içindeki oranı %8,9 düzeyine çıkacaktır. Türk hukuk sistemine ilk olarak 1995 yılında girdikten sonra, 14 yıl içinde borsadaki varlığını bu düzeyde artırmış olması, GYO'nun bugün bizim için arz ettiği önemin göstergesi olduğu gibi, Türkiye'nin iktisadi geleceğinde giderek daha merkezi bir rol alacağını da işaretçisidir. Bu sebeple, GYO'nun hukuki, iktisadi, mali açılardan ayrıntısı ile incelenmesi ve giderek önem kazanan bu kuruma doktrinel anlamda ışık tutulması gerekmektedir. Bu çalışmada GYO tüm bu disiplinler açısından değil, yalnızca hukuki açıdan değerlendirilecektir. Ortaklığın hukuk camiasında ortaya çıkmasından, sona ermesine, portföy işletmeciliği faaliyetlerinden, sermaye piyasası faaliyetlerine, tüm özellikleri hukuki yönden değerlendirilecektir.

Hukuki bir değerlendirme yapabilmek için öncelikle GYO'nun tanımlanması gerekmektedir. GYO için yukarıda vermiş olduğum tanımdan yola çıkarsak, "GYO Tebliği hükümlerine uygun olarak, halktan toplanan tasarruflar ile oluşturduğu gayrimenkul ağırlıklı portföyünü, riskin dağıtılması ve uzman eli ile yönetim ilkeleri uyarınca işletmek amacıyla, halka açık ve kayıtlı sermayeli olarak kurulan bir anonim ortaklık" incelemesi yapmamız gerekmektedir. Tanım esas itibarıyla iki bölümden oluşmaktadır. Tanımdaki bu bölümlerden ikincisi GYO'nun kurumsal temellerinin hangi şartlar altında oluşturulması gerektiğini göstermekte, birincisi ise ortaklığın portföy işletmeciliği faaliyeti hakkında bilgi vermektedir. O halde, çalışmada tüm yönleri ile hukuki incelemeye tabi tutulacak olan GYO'nun da iki ana ekseninde değerlendirilmesi gerekmektedir. GYO incelemesinin birinci eksenini kurumsal temelleri oluşturacaktır. Bu bölümde GYO'nun hukuki yapısı değerlendirilecektir. GYO'nun hukuki yapısı; uygulanacak hükümlerin tespiti ile birlikte, ortaklığın kuruluşu ve kuruluş sonrası zorunlu merasimlerini ve bu hukuki

yapının sona ermesini kapsayan bir bütün halinde değerlendirilecektir. Başka bir ifadeyle, GYO'nun doğumundan ölümüne hangi süreçlerden geçtiği değerlendirilecektir. Öncelikle ne şekilde doğup, hangi koşullarda sona erdiği incelenen GYO'nun, ikinci bölümde de kolektif yatırımlarını (portföyünü) hangi esaslar uyarınca işlettiği üzerinde durulacaktır. Bu çerçevede, özellikle GYO'nun portföyünü hangi ilkeler uyarınca işlettiği, gayrimenkul yatırımları ile sermaye piyasası faaliyetleri ve bu faaliyetlerin bir sonucu olarak SPK'nın denetimine tabi tutulması ve vergilendirilmesi hususları değerlendirilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ HUKUKİ YAPISI

1.1 Uygulanacak Hükümlerin Belirlenmesi

Mevzuatımızda GYO ile doğrudan doğruya ilgili olarak, GYO Tebliği yer almaktadır. Bu Tebliğ GYO'ların kuruluş ve işleyişine ilişkin kurallara hasredilmiş olup, çalışmamdaki tespit ve yorumlarımda mevzuat açısından ana kaynağı oluşturacaktır. Ancak bu durum başkaca mevzuata değinmeyeceğim anlamına tabî ki gelmemektedir. Bu nedenle uygulanacak hükümler ve bunların sırası öncelikle tespit edilecektir. Bu genel tespiti takiben Tebliğ'in uygulanmasında, sıkça tartışılması gereken bir problem olarak, Tebliğ'in uygulanabilirliğine ve hukuka aykırılığı halinde bu düzenlemelerin hukuki akıbetlerinin ne olacağına değinilecektir. Bu genel değerlendirme sayesinde, çalışmamın ilerleyen bölümlerinde Tebliğ'in hususi bir hükmünde normlar hiyerarşisine aykırılık tespit ettiğim takdirde, yalnızca bu başlık altındaki açıklamalara atıf yapmakla yetineceğim, böylece tekrara düşmekten kaçınmaya çalışacağım.

1.1.1 Uygulanacak Hükümlerin Tespiti ve Sırası

Türkiye'de kurulacak olan bir GYO kanuni dayanağını SerPK'dan almaktadır. SerPK md. 32/f.I/b(b)'de bir sermaye piyasası kurumu olarak gösterilen "yatırım ortaklığı", aynı kanunun 36. maddesinde nispeten daha ayrıntılı olarak düzenlenmiş ve emredici bir hükümle maddenin a bendinde GYO'nun bir anonim ortaklık olarak kurulması şartı konulmuştur. GYO'nun hukuki yapısı ve faaliyetlerine hangi hükümlerin uygulanacağı ile ilgilenen bir kişi için SerPK md. 36/f.I/b(a), GYO'nun

hangi hukuki yapı uyarınca organize olması gerektiğinden çok daha fazlasını söylemektedir. Bilindiği üzere hukukumuzda tacir tüzel kişiler olan AO'ların adi sahaları yoktur⁴¹, başka bir ifade ile anonim ortaklık faaliyetlerinin her biri ticari iş⁴² niteliğindedir. O halde GYO'lara uygulanacak hükümlerin belirlenmesinde öncelikli olarak ticari hükümlerin araştırılması gerekmektedir⁴³. TTK md. 1/f.II uyarınca, ticari işlerde öncelikle ticari normlara, bunların bulunmadığı hallerde ise genel normlara başvurulabilecektir⁴⁴. Uygulanacak hukuk normunun tespitinde bu düzenleme kayda değer bir öneme sahip ise de yeterli değildir. Zira söz konusu düzenleme, “*lex specialis lex generalis'e nazaran öncelikle uygulanır*” kuralının bir görünümünden ibarettir ve bu kuralın uygulanmasından evvel ilk bakmamız gereken normlar, emredici hükümler ve bunu takiben de sözleşme hükümleri olmalıdır. TTK md. 1'i uygulamaya geçmeden evvel emredici hükümler ve sözleşme hükümlerinin uygulanacak olması hukuk mantığı gereğidir. Şöyle ki, eğer uygulanacak hüküm araştırmasında ilk olarak ve sadece TTK md. 1'den yararlanacak olsa idik, madde gereği en sonda yer alan genel hükümlerin (emredici olanlar dâhil olmak üzere) ticari örf ve adet hukukundan dahi sonra değerlendirilmesi gerekecek idi. Genel hüküm niteliğinde olsa dahi, emredici bir hukuk kuralının ticari örf ve adet hukukundan sonra yer alması temel hukuk mantığı ile bağdaşmamaktadır. Açıklamamı bir örnek ile somutlaştıracak olursam; maksat ve mevzuu gereği mutat olarak gayrimenkul satın alacak GYO'nun, gayrimenkul satım sözleşmesinin resmi şekle tabi olduğu (emredici) kuralı, emredici bir hüküm olarak BK'da yer aldığı için aksini söyleyen bir ticari örf ve adet hukuku kuralı olsa idi dahi, emredici hüküm örf ve adet hukuku kuralına feda edilemeyecek idi. O halde GYO'nun kuruluş ve faaliyetlerine önce

⁴¹ 11. HD 26.6.1997 T., E. 97/1815, K. 97/5112 sayılı kararda “*Tacir olan tüzel kişilerin özel işlemleri olamayacağına göre ... tüm işlemlerinin istisnasız olarak ticari sayılması gerekir*” demek suretiyle AO gibi ticaret şirketlerinin adi sahaları olmadığı vurgulanmaktadır. Aynı bölgede bk. 11. HD 29.12.1997 T., E. 97/8979, K. 97/9841 sayılı karar. Kararlar için bk. Erdoğan **MOROĞLU**, Notlu-İçtihatlı Türk Ticaret Kanunu ve İlgili Mevzuat, 7. Bası, İstanbul 2001, s. 7, aynı yönde 20. HD. 28.11.2002 T., 2002/8260 E., 2002/9761 K sayılı karar için bk. **ERİŞ**, Ticari İşletme ve Şirketler, C.I, s. 446; Reha **POROY** / Hamdi **YASAMAN**, **Ticari İşletme Hukuku**, 12. Tıpkı Bası, İstanbul 2007, N. 104, s. 68; Sabih **ARKAN**, **Ticari İşletme Hukuku**, Ankara 2009, s. 65

⁴² Ticari iş kavramı hakkında ayrıntılı açıklama için bk. **POROY/YASAMAN**, N. 100 vd., s. 67 vd., **ARKAN**, s. 63 vd.

⁴³ **POROY/YASAMAN**, N. 125, s. 92

⁴⁴ GYO'lara uygulanacak hükümleri, doktrinde genel olarak tercih edildiği şekilde “Ticari Hükümler-Genel Hükümler” başlıkları ile göstermek yerine “Ticari Normlar-Genel Normlar” ayrımına gitmeyi tercih etmemin sebebi, “norm” ifadesinin gerektiğinde kanunu, gerektiğinde de (ticari ya da genel olacak şekilde) örf ve adet hukuku kurallarını kapsayacak bir terim olmasıdır. Oysa “ticari normlar” yerine “ticari hükümler” ifadesini kullanılmış olsa idi, ifade yalnızca ticari kanunları, yönetmelik ve saireyi kapsayacak, ticari örf ve adet hukuku kuralları ise kapsam dışı kalmış olacak idi.

emredici hükümler ve sözleşme hükümleri uygulanmalıdır. Bu sıralama ile emredici hükümler zaten tüketilmiş olacağından geriye kalan yorumlayıcı ve tamamlayıcı hükümler arasında uygulama, TTK md. 1/f.II'nın gösterdiği sıra ile gerçekleşecektir, yani sırasıyla tamamlayıcı ve yorumlayıcı nitelikteki ticari ve genel normlar uygulanmalıdır⁴⁵.

1.1.1.1 Emredici Hükümler ve Sözleşme Hükümleri

1.1.1.1.1 Emredici Hükümler

Uygulanacak hükmü tespit etmek isteyen kişinin bakacağı ilk husus, kuralın ticari (*specialis*) ya da genel (*generalis*) olduğunu tespit etmeden evvel, hukuki olay, fiil ya da işleme uygulanabilecek emredici nitelikte bir kural olup olmadığını tespit etmektir.

10 GYO'lar açısından emredici hükümlerin yer alacağı mevzuat incelenirken, GYO Tebliği ilk sırada olmalıdır⁴⁶. Hukukumuzda GYO'ların kuruluş ve faaliyetleri pek çok emredici nitelikte hüküm içeren Tebliğ vasıtasıyla düzenlenmiştir⁴⁷. İkincil mevzuat olmasına rağmen GYO Tebliği (ve SerPK ile ilgili diğer tüzük, yönetmelik ve tebliğler) emredici hüküm içerebilir, yeter ki dayandığı kanunun sınırları çerçevesinde düzenleme yapsın ve diğer emredici kanun hükümlerine aykırı olmasın⁴⁸.

⁴⁵ POROY/YASAMAN, N. 132, s. 94, ARKAN, s. 90; Mehmet BAHTİYAR, “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Kuruluş ve Faaliyete Geçiş Esasları”, Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu’na 65. Yaş Günü Armağanı, 2. Bası, İstanbul 2001, s. 81

⁴⁶ Aynı yönde bk. BELEN, s. 36

⁴⁷ Bahtiyar bu hususta farklı düşünmektedir. Yazar, SerPK ve (GYO Tebliği ve diğer SPK Tebliğlerini içine alacak şekilde) ilgili mevzuatın üçüncü sırada uygulanması gerektiğini ifade etmektedir. Her ne kadar Bahtiyar’ın, “emredici hükümler ilk sırada zaten uygulanacağı için” üçüncü aşamada yalnızca yedek hükümlerin uygulanacağını ifade etmekte ise de, Tebliğin yedek hükümlere rezerve edilerek bu üçüncü aşamada gösterilmesi Tebliğ hükümlerinin emredici niteliklerini göz ardı etmektedir. Başka bir deyişle, GYO Tebliği’nin emredici emredici hükümler de içerebileceği hususu hatırlatılmaksızın, yedek hükümler içeren bir mevzuat olarak değerlendirmiş olmasına katılmamaktayım.

⁴⁸ BELEN, s. 40

GYO Tebliği'nin 46. maddesinde uygulanacak hükümlerin sırası öncelikle Tebliğ, ardından sırasıyla SerPK, TTK ve ilgili mevzuat olarak gösterilmektedir⁴⁹. Bu madde de göstermektedir ki, Tebliğ'in bizzat kendisi emredici hükümleri ihtiva ettiği iddiasını taşımaktadır. Tebliğ'in emrediciliği, Tebliğ'e dayanak olan kanunlarda yer alan sınırlar çerçevesinde değerlendirilmelidir. Tam da bu sınırlar sebebiyle Tebliğ ile getirilen bazı hükümlerin emredici nitelikleri zaman zaman tartışılmaya değer nitelik arz etmektedir. Bu husus ayrıca aşağıda 1.1.2.2 numaralı "Tebliğin Normlar Hiyerarşisi Bakımından Sınırları" başlığı altında değerlendirilecektir.

Emredici hükümlerin bulunmasında Tebliğ'den sonra SerPK ve TTK incelenmelidir. TTK hükümlerinin geneline bakıldığında emredici hükümlerin çoğunlukta olmadığı görülmektedir. SerPK ise bu durumun tam tersi bir tablo çizmektedir. Bu farklılık TTK ve SerPK'nın *ratio legis*'leri ile bağdaşmaktadır. Şöyle ki, TTK işlem taraflarının nispeten eşit koşullarda bulunduğu bir piyasaya yönelik hazırlanmıştır, bu da kuralların çoğunun taraflarca belirlenmesinde bir sakınca olmadığı hukuki ilişkilere ilişki olduğu anlamına gelmekte ve kanun irade serbestisini hâkim kılmaktadır⁵⁰. SerPK ise regüle bir piyasaya hizmet vermektedir. Regülasyon görevi icabı, piyasalarda düzenleme, yönlendirme ve denetleme görevleri yerine getirilecek olup, bu görevlerin emredici kanun hükümleri gerektirdiğine şüphe yoktur. Bu sebeple SerPK'da çoğunlukla emredici hüküm bulunmaktadır. Bu kabule rağmen sermaye piyasasında faaliyet gösterenlerin irade serbestilerinin ortadan kaldırıldığı ve her adımlarının emredici hükümlerle düzenlendiği düşünülmemelidir. Çünkü hukuk sistemimiz özünde iradeyi yücelten bir kabulün ürünüdür ve sermaye piyasası hukuku da ondan ayrı düşünülemez.

Özetle emredici hükümlerin öncelikle aranacağı yerler SerPK ve TTK olmalıdır. Bu iki kanunun tetkikinde SerPK'nın TTK'ya göre *lex specialis* olduğu akılda tutulmalı ve GYO'lara öncelikle uygulanmalıdır⁵¹. Nitekim, SerPK md. 2/f.II "*bu kanunda hüküm bulunmayan hallerde genel hükümler uygulanır*" kuralını getirmektedir. Bu

⁴⁹ Bahtiyar, Tebliğin 46. maddesindeki bu sıralamayı eleştirmektedir. bk. **BAHTİYAR**, "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları", s. 59

⁵⁰ Kural irade serbestisi olmakla beraber TTK'da da, kuruluş gibi, bazı özel ihtimam gereken hallerde emredici hükümler bulunmaktadır.

⁵¹ **BAHTİYAR**, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, s. 60

hüküm uyarınca SerPK'nın kendini *lex specialis* olarak sınıflandırdığı anlaşılmaktadır. SerPK'nın bu maddesinde geçen “genel hükümler” ifadesinden SerPK'da hüküm bulunmayan hallerde doğrudan MK ve BK'ya başvurulacağı sonucu çıkartılmamalıdır. Zira TTK hükümleri de SerPK'ya nazaran genel hüküm niteliğindedir⁵².

GYO faaliyetlerinin çoğunun gayrimenkul üzerindeki haklar ile ilgili olduğu düşünüldüğünde BK ve MK'nın gayrimenkullere ve bunlar üzerindeki haklara ilişkin çoğunlukla emredici olan hükümlerinin de öncelikle başvurulması gerekenler arasında olduğu hatırlanmalıdır⁵³. GYO'ların faaliyetleri açısından SerPK, TTK, MK, BK gibi Kat Mülkiyeti Kanunu, Gayrimenkul Kiraları Hakkında Kanun, Finansal Kiralama Kanunu, İmar Kanunu ve Doğrudan Yabancı Yatırım Kanunu'nda emredici hükümler bulunabileceği gibi⁵⁴, faaliyetin gerektirdiği başkaca kanunlarda ve bunlara dayanılarak çıkartılan sair ikincil mevzuatta ve özellikle SerPK'ya dayanılarak çıkartılan Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği ve Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Esaslar Tebliği'nde de GYO'ya uygulanacak emredici hüküm bulmak mümkün olacaktır. Bunların uygulanmasında *lex specialis – lex generalis* kuralının yanı sıra, önceki kanun – sonraki kanun ilişkisi de değerlendirilmeli, bunların *ratio legis*'leri ve somut olayın şartları da yorumlanarak hangi emredici hükmün olaya uygulanacağı tespit edilmelidir⁵⁵.

1.1.1.1.2 Sözleşme Hükümleri

Yukarıdaki yol takip edilerek uygulanacak bir emredici kural bulunamadığı takdirde, GYO'lara ilişkin faaliyetlerde ilk bakılması gereken yer kurucuların ya da GYO'nun bizzat yaptığı sözleşmelerdir. Zira bir işlemin tarafları, iradelerini beyan etmekle kendilerine uygulanmasını istedikleri kuralları bizzat belirlemiş olmaktadır. Bu yolla bir nevi kendi aralarındaki ilişkinin yasama faaliyetini

⁵² BAHTİYAR, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, s. 57

⁵³ BELEN, s. 40

⁵⁴ BELEN, s. 42

⁵⁵ BELEN, s. 40

gerçekleştirmektedirler⁵⁶. Taraflar iradelerini açıkça ortaya koyduklarına göre, tamamlayıcı ya da yorumlayıcı hükümlerin uygulanmasına gerek kalmamıştır zira ortada tamamlanacak ya da yorumlanacak bir irade beyanı kalmamıştır.

5 GYO'ya ikinci sırada uygulanacak olan sözleşme hükümlerinin mutlaka esas sözleşmede yer alması ya da esas sözleşme niteliğinde olması gerekmemektedir⁵⁷. Şöyle ki, GYO'nun portföyündeki gayrimenkullerin değerlendirilmesi için bir sözleşme imzaladığını düşünelim. Bu takdirde, değerlemeye ilişkin sözleşme, GYO'ya (ticari işletmeye) dair, hatta bizzat GYO'nun bir faaliyeti olmakta ve hükümlerin
10 belirlenmesinde söz konusu işlemin yer aldığı sözleşmeye bakılmayı gerektirmektedir. Elbette ki esas sözleşme bir GYO'nun faaliyetleri açısından büyük önemi haizdir, hatta onun anayasası niteliğindedir ancak başkaca sözleşmelerde de uygulanabilecek hükümler olduğunun hatırlanmasında fayda vardır.

GYO faaliyetlerine ikinci sırada uygulanacak olan esas sözleşme hükümlerinin,
15 yukarıda ifade ettiğimiz gibi gerçekten işlem taraflarının iradelerini taşıyıp taşımadığı tartışılabilir. Zira SPK, GYO olarak faaliyet göstermek isteyen AO'lar için şablon bir esas sözleşme hazırlamıştır. O halde SPK tarafından zorunlu tutulan bu esas sözleşmenin taraflar açısından bağlayıcı niteliğinin bu aşamada tartışılması gerekmektedir. SPK GYO kuruluşu için yapılacak olan başvurularda kuruluş başvuru
20 dilekçesi (ya da dönüşüm başvuru dilekçesi), GYO kuruluş başvuru formu gibi başvuru formlarının yanı sıra "standart esas sözleşmeyi" de talep etmektedir⁵⁸. SPK esas sözleşmeyi de tıpkı bir başvuru formu gibi ele alarak, "boşlukları doldurulması" gereken bir doküman olarak değerlendirmiştir. SPK'nın bu tutumu karşısında, esas sözleşmenin taraf iradelerini ne kadar yansıttığı tartışma konusudur. Esas
25 sözleşmeler pekâlâ birden çok emredici hüküm tarafından düzenlenmektedir. Ancak bu haller, istisnaları işaret etmesi sebebiyle çok sınırlı tutulmuş ve kanunla düzenlenmiştir, oysa Doğanay'ın da belirttiği şekilde, "*şirketlerin tescilinde de*

⁵⁶ Esas sözleşmenin bir şirketin "anayasası" olarak görüldüğü yönünde bk. NILSSON Gül Okutan, **Anonim Ortaklıklarda Pay sahipleri Sözleşmeleri**, İstanbul 2004, s. 85

⁵⁷ BELEN, s. 41; Yazar öncelikle esas sözleşmeye bakılması gerektiğini belirtmekte, ancak bu ikinci aşamada GYO'nun yapacağı diğer sözleşmelere de bakılması gerektiğini vurgulamaktadır. Farklı yönde bk. BAHTİYAR, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, s. 61

⁵⁸ bk. <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=218> Son ziyaret tarihi 10.06.2008

*sözleşme serbestisi prensibi caridir*⁵⁹.” SPK’nın uygulamasında ise hukukumuzun en temel ilkelerinden biri olan irade serbestisi, kural olmaktan çıkartılmış tabiri caizse, “boşlukların doldurulması serbestisine” indirgenmiştir. Böyle bir yaklaşım dahi kabul edilemez nitelikte iken, söz konusu zorunluluğun kanun yolu ile yapılması bir yana, ikincil mevzuat (tebliğ) ile dahi düzenlenmemiş olması hukuka aykırılığı kabul edilemez bir noktaya taşımaktadır.

1.1.1.2 Yorumlayıcı ve Tamamlayıcı Normlar

1.1.1.2.1 Yorumlayıcı ve Tamamlayıcı Nitelikteki Ticarî Normlar

Hukukumuzda hâkim genel ilkeler uyarınca öncelikle uygulanan emredici hükümler ve takiben sözleşme hükümlerinin yokluğunda, uygulanacak yorumlayıcı ve tamamlayıcı hükümlerin (yedek hukuk kurallarının⁶⁰) hangi sıra ile belirleneceğini TTK md. 1 göstermektedir⁶¹. Madde öncelikle ticarî normların uygulanmasını emretmektedir. Yedek hukuk niteliğinde olacak bu ticari normlar, esasen ticari işlerde, tarafların iradelerinin yorumlanması için kullanılacaktır. Ticari normlar, ticari mevzuat şeklinde tezahür eden ticari hükümler ve uygulanacak ticari hüküm bulunamadığı takdirde ticari örf ve âdet hukuku kurallarından oluşmaktadır.

Ticari Hükümler - GYO’ya uygulanacak yedek hukuk kurallarından ilk sırada uygulanacak olan hükümler ticari nitelikte olanlardır. Ticari hükümler, TTK’da yer alan hükümler ile bu kanunda yer almamakla beraber bir ticari işe dair (kanunun ifadesiyle “*bir ticarethane veya fabrika yahut ticarî şekilde işletilen herhangi bir müesseseyi ilgilendiren muamele, fiil ve işlere dair*”) diğer kanunlara yer alan

⁵⁹ İsmail DOĞANAY, *Türk Ticaret Kanunu Şerhi C.I*, İstanbul 2004, s. 624

⁶⁰ M. Kemal OĞUZMAN / Nami BARLAS, *Medeni Hukuk*, 14. Bası, İstanbul 2007, s. 71; Yazarlar yedek hukuk kurallarının yorumlayıcı ve tamamlayıcı fonksiyonlar dışında da, işlevler görebileceğini söylemekte. Yedek hukuk kurallarının aksinin taraflarca kararlaştırılıp kararlaştırılmayacağı unsuruna göre yapmaktadırlar.

⁶¹ BELEN, s. 41; Aksi yönde yazar, yedek hukuk kuralları arasında bir sıralama yapmanın olası olmadığını savunmaktadır. Üstelik bu ifadesinin hemen akabinde TTK md. 1 ve md. 2’nin uygulamasının, kendi yapmış olduğu “1. Emredici hükümler, 2. Sözleşme hükümleri, 3. Yedek hukuk kuralları” sıralamasının “dışında” ve MK md. 1 hükmü ile birlikte “gündeme geldiğini” ifade etmektedir.

hükümler olarak tarif edilebilir⁶². Öncelikle belirtmek gerekir ki, TTK md. 1/f.I’de ticari hükümler genel olarak tanımlanırken, tanım gerek emredici gerekse yorumlayıcı ve tamamlayıcı nitelikteki ticari hükümleri kapsayacak şekilde yapılmıştır. Biz ise bu başlık altında ticari hükümler ifadesini yalnızca yorumlayıcı ve tamamlayıcı olanları kapsayacak şekilde kullanacağız, zira ticari hükümlerden emredici olanlar birinci sırada değerlendirilmiş idi.

Bir GYO’nun gerek kuruluşunu, gerek faaliyet esaslarını tespit eden birden fazla ticari hüküm bulmak mümkündür. Bu hükümlerin uygulanmasında *lex specialis* kuralından hareket edilerek öncelikle GYO Tebliğine ve GYO’nun faaliyetleri ile ilgili diğer SPK Tebliği’ne, SerPK’ya ve TTK’ya başvurmak gerekecektir. Her bir durumun kendi özellikleri dikkate alınarak başkaca mevzuata da başvurulabilecek olup, her seferinde, somut durumun şartları gözetilerek ve tabii ki hükümlerin yorumlanmasında faydalandığımız, yeni hüküm eski hükme nazaran öncelikli uygulanır kuralı da göz önünde bulundurularak, somut olaya uygulanabilir *lex specialis* olan hüküm tercih edilecektir⁶³.

Ticari Örf ve Adet Hukuku Kuralları - Kanunumuz ticari işlerde taraf iradelerinin tamamlanması ve yorumlanması hususunda ticari örf ve adet hukuku kurallarını genel hükümlerde yer alan yedek hukuk kurallarına üstün tutmaktadır⁶⁴. Bu yaklaşım son derece yerinde ve ticari işlerin yürütülmesi açısından da olumlu bir tercihtir. Böyle bir kanuni düzenleme getirilmemiş olsa idi, MK md. 1 uyarınca, ticari olup olmamasına bakılmaksızın, örf ve adet hukuku kurallarının kanun hükümlerinden sonra uygulanması kuralı gereği, ticari hükümlerden hemen sonra ama genel hükümlerden evvel uygulama imkânı bulamayacak idi. TTK md. 1/f.II’nin yokluğunda ticari örf ve adet hukuku kurallarının genel hükümlerden sonra uygulanması gerekecek idi. Ancak bu aşamada, ticari örf ve adet hukuku

⁶² Tarif için bk. **ARKAN**, s. 88

⁶³ Arkan da aynı görüşü “özel kanunlarda yer alan ticari hükümler, aynı konuya ilişkin TTK hükümlerinden önce uygulanır” demek suretiyle açıklamaktadır. bk. **ARKAN**, s. 90

⁶⁴ Erol **ULUSOY**, **Ticari Örf ve Adet Hukuku**, İstanbul 2001, s.58, Ulusoy, örf ve adet hukuku kurallarının kanunlar karşısındaki durumunu incelerken, örf ve adet hukuku kurallarının (yalnızca) emredici kanunlara aykırı olamayacağını vurgulamaktadır. Aynı eser s. 60’da, Örf ve adet hukuku kurallarının yorumlayıcı ve tamamlayıcı hükümlere aykırı olabileceği yani bunlara üstün tutulabileceği belirtilmektedir.

kurallarının, alelâde örf ve adet hukuku kurallarından önce uygulanması imkânı sağlanabilirdi.

O halde ticari örf ve adet hukuku kurallarının, TTK md. 1/f.II sayesinde, uygulanacak hükümler sıralamasında bir basamak yukarı çıktığını söyleyebiliriz. Kendine özgü kurallarla hareket eden bir topluluk –*societas mercatorium*- oluşturan tacirlerin iradelerinin yorumlanması ve tamamlanmasında, bu topluluğun bizzat oluşturduğu örf ve adet hukuku kurallarının uygulanmasının, kanun koyucunun ticari olmayan işler için önerdiği yedek hukuk kurallarının uygulanmasına nazaran daha isabetli olacağında kuşku yoktur. Tacirler topluluğu, uzun zamandan beri uygulanmış olan –veya modern ticarete yeterince tekerrür etmiş olan- ve topluluk mensuplarınca uygulama zorunluluğu kabul edilmiş olan hükümler geliştirmiştir⁶⁵. Bu hükümler örf ve adet hukuku kuralları⁶⁶ olarak kabul edilmekte ve yedek hukuk kuralları niteliğindeki genel hükümlerden önce GYO'nun iradesinin yorumlanması ve tamamlanmasında kullanılmaktadır.

1.1.1.2.2 Yorumlayıcı ve Tamamlayıcı Nitelikteki Genel Normlar

GYO'lara uygulanacak hükümlerin belirlenmesinde son başvurulacak hükümler, genel normlarda aranmaktadır. Genel normlar; MK md. 1'de gösterilen sıra ile, ticari hüküm niteliğinde olmayan genel hüküm niteliğindeki kanunlar, genel nitelikli örf ve adet hukuku kurallarıdır. Bu ikisinin dahi bulunamadığı halde hâkimin somut olaya uygun bir hukuk kuralı yaratması gerekecektir. Ancak belirtmekte fayda var ki, GYO'lar, diğer pek çok sermaye piyasası kurumunda oluşu gibi ayrıntısıyla düzenlenen faaliyetlerde bulunduğundan, uygulanacak hükmün belirlenmesinde hâkimin hukuk yaratması aşamasına kadar gelineceği haller yok denecek kadar az olacaktır.

⁶⁵ POROY/YASAMAN, N. 133, s. 95, ARKAN, s. 90, ULUSOY, Ticari Örf ve Adet, s.53 vd.

⁶⁶ Örf ve adet hukuku kurallarının “teamüllerden” farkı için bk. POROY/YASAMAN, N.134, s. 96, ULUSOY, Ticari Örf ve Adet, s. 87

1.1.2 Tebliğin Bir Düzenleyici İşlem Olarak Uygulanabilirliği

SerPK'nın amaçlarından biri, birinci maddesinde “*sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını düzenlemek ve denetlemek*” olarak sayılmıştır. Bu “*sermaye piyasasının ... çalışmasını ... düzenlemek*” amacı doğrultusunda SPK'ya kanunun 22. maddesiyle geniş düzenleme yetkileri tanınmıştır⁶⁷. SPK bu düzenleme yetkisini düzenleyici işlemler yaparak, yani tebliğler yayımlayarak kullanır⁶⁸. SPK'ya tebliğ çıkartma yetkisi, SerPK md. 22/b(o) ile verilmiştir. Bent uyarınca SPK “*sermaye piyasasının gelişmesini teminen yeni sermaye piyasası kurumlarına ilişkin kuruluş, faaliyet, tasfiye ve sona erme esaslarını belirtmek ve bunları denetlemek*” yetkisini haizdir. Nitekim SPK, bir sermaye piyasası kurumu olan GYO'ların kuruluş ve faaliyet esaslarını da tebliğ vasıtasıyla düzenlemiştir.

SPK tarafından hazırlanan GYO Tebliği'nin hukuka uygunluğunu incelerken, SPK'nın düzenleyici işlem yapma yetkisinin konu bakımından sınırlarının ve Tebliğ hükümlerinin, birer düzenleyici işlem olduğu hatırd tutularak, normlar hiyerarşisine uygunluğunun tespit edilmesi gerekir⁶⁹.

1.1.2.1 Tebliğin Sermaye Piyasası Kurumu'nun Düzenleyici İşlem Yapma Yetkisi Bakımından Sınırları

Türk hukukuna idare teşkilatının bir parçası olarak eklenilen SPK, “*tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacıyla; sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının*

⁶⁷ Madde ile bir “düzenleme yetkisi” verildiği ve bu yetkinin devredilemeyeceği ve başkaca idari makamlarca kullanılamayacağı yönünde bk. **TEKİNLALP**, Sermaye Piyasası, s. 8

⁶⁸ **TEKİNLALP**, Sermaye Piyasası, s. 147

⁶⁹ Nitekim Danıştay da iptali istenen bir hükmün hukuka uygunluğunu araştırırken, öncelikle Kurul'un tebliğ hükmünü çıkartmak konusunda yetkili olup olmadığını araştırmakta, ardından hükmün hukuka uygunluğunu denetlemektedir. Danıştay 10 D. 26.03.2004, E. 2003/1117, K. 2004/3089 karar için bk. Aydın **AKGÜL**, **Danıştay Kararları Işığında Sermaye Piyasası Kurulu Kararlarının Hukuki Niteliği ve Yargısal Denetimi**, İstanbul 2008, s. 86

korunmasını” sağlamak için bir takım düzenleyici işlemler yapma yetkisine sahiptir. SPK’nın idari teşkilat ağında tam olarak nerede yer aldığı meselesi doktrinde tartışılmalı olmakla beraber, idare olduğu tartışmasızdır⁷⁰.

- 5 İdare “*devletin yasama ve yargılama dışında kalan faaliyet alanında, kendisine kanunlarla verilmiş olan görevleri yerine getiren ve bu amaçla hukuki düzenlemeler yapabilen bir teşkilat*” olarak tanımlanabilir⁷¹. İdare olduğu tartışma götürmeyen SPK’nın hazırladığı tebliğler ise pek çok alanda esasa ilişkin ayrıntılı ve zaman zaman kanunlar ile bahşedilen haklardan istifade etmeyi imkânsız kılan hükümler
- 10 ihdas etmesi sebebiyle, yukarıdaki idare tanımında yer alan “*devletin yasama ... dışında kalan faaliyet alanında ... hukuki düzenlemeler*” yapmanın çok ötesine geçmektedir. SPK’nın bu olağanüstü “yasama” yetkilerinin, kurumun bir “bağımsız idari otorite” olmasından kaynaklandığı ileri sürülmektedir. Bu görüşe göre hızla değişen piyasalara ve iktisadi hayatın ihtiyaçlarına ayak uydurabilmek amacıyla ve
- 15 konunun uzmanlık gerektirmesi sebebiyle SPK’ya geniş düzenleme yetkileri (kanımca “yasama” yetkisi) verilmektedir⁷². O halde SPK’nın yasama yetkisinin sınırlarını belirlerken, öncelikle “bağımsız idari otorite” kavramı kısaca ele alınmalı ve bu otoritenin sınırları tespit edilmelidir.

- 20 Henüz mevzuatımızda açıkça tanımlanmış olmayan⁷³ bağımsız idari otoriteler, uzmanlık gerektiren bir alanda düzenleme, denetleme ve yönlendirme faaliyetlerini gerçekleştirmek amacıyla, kanunla ya da kanunla açıkça izin verilen hallerde bir idari işlemle kurulan, işlemleri üzerinde idari vesayet yetkisi kullanılmayan ya da çok

⁷⁰ Meltem Kurtlu **GÜRSEL, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası İdare Hukuku Açısından Bir İnceleme**, Ankara 2003, s. 146; SPK’nın idare teşkilatı içindeki yeri hakkındaki farklı görüşler için bk. Melikşah **YASİN, Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri**, Ankara, s. 168 vd.; “İdare” kavramının “*birden fazla kamu tüzel kişisinden oluşan bir bütünü*” ifade edebileceği gibi, “*bu kamu tüzel kişilerinden her birine de*” “idare” denildiği yönünde bk. Cem **AYAYDIN, İdare Hukuku Ders Notları**, Yayınlanmamış Teksir, İstanbul 2003-2004, s. 145

⁷¹ Tanım için bk. **AYAYDIN**, s. 145

⁷² Reha **TANÖR, Türk Sermaye Piyasası Taraflar**, 1. Cilt, İstanbul 1999, Taraflar, s. 64

⁷³ 12.07.2004 tarihinde TBMM’ye sunulan ancak hala yasalaşmamış olan “Düzenleyici ve Denetleyici Kurumlar Hakkında Kanun Tasarısı” yasaladığı takdirde bağımsız idari otoriteler açısından tanım tartışmalarına gerek kalmayacaktır. Tasarının 3. Maddesinde yer alan tanım “*kanunla kurulan, kuruluş kanunları ile belirlenen çerçevede ekonomik ve sosyal alanlarda düzenleme, denetleme, arabuluculuk ve yönlendirme faaliyetlerinde bulunan, idarî ve malî özerkliği haiz, kamu tüzel kişiliğine sahip düzenleyici ve denetleyici kurumlar*” şeklindedir. Çevrimiçi bk.

http://www.kamuyonetimi.org/belgeler/duzenleyici_denetleyici_kurullar_tasarisi.php

sınırlı olarak kullanılan, mali ve idari özerkliği kanunla garanti altına alınmış, tüzel kişiliği haiz kamu kurumları olarak tanımlanabilir⁷⁴.

SPK da sermaye piyasalarında regülasyon faaliyeti göstermek amacıyla kurulmuş bir kamu tüzel kişisi olup, kurumun mali ve idari yapısına ilişkin bir takım vesayet yetkileri merkezi idari teşkilat tarafından kullanılmaktadır⁷⁵. Ne var ki, sınırlı dahi olsa bu vesayet yetkisi⁷⁶ kurumun işlemlerine ilişkinolamamaktadır⁷⁷. Kurumun yaptığı tüm işlemler merkezi teşkilatın görüş ya da onayı olmaksızın icraî olmaktadır. Yine de SPK'nın görev alanına giren hususlardaki hukuki işlem "bağımsızlığının" mutlak bir bağımsızlık olduğu düşüncesine kapılmak yersizdir.

10 Anayasamızın 123. maddesi, idarenin bütünlüğü ilkesini kabul etmiştir. Bu ilke doğrultusunda idare teşkilatı içinde SPK'nın yerinin "bağımsız" ya da daha uygun bir ifade ile "özerk" bir yere sahip olması, onun işlemlerinin idareden tamamen kopuk olduğu anlamına gelmemektedir⁷⁸. SPK'yı ve hukuki işlemlerini idarenin, Anayasa ile güvence altına alınan, bütünlüğüne bağlayan unsur yalnızca idari ve mali alanda

15 uygulanan sınırlı vesayet ilişkisi⁷⁹ ile değil, aynı zamanda aynı hukuki esaslara tabi olma (idare hukuku ilkeleri) ve aynı yargı mercii (idari yargı) tarafından denetlenme⁸⁰ ile de sağlanmaktadır. O halde, idarenin bütünlüğü ilkesi

⁷⁴ Düzenleme, denetleme, yönlendirme faaliyetlerinin bir arada regülasyon faaliyetini oluşturduğu yönünde bk. Ali **ULUSOY**, **Bağımsız İdari Otoriteler**, Ankara, 2003, s. 21; Bu faaliyetler aracılığıyla SPK ekonomik kolluk işlevi görmektedir. **GÜRSEL**, s. 145

⁷⁵ **ULUSOY**, **Bağımsız İdari Otorite**, s. 37, **AKGÜL**, s. 51, Kurum üzerindeki idari ve mali vesayet yetkileri hakkında ayrıntılı açıklama için bk. **AKGÜL**, s. 55 vd. **YASİN**, s. 61 vd.; Aksi yönde, bağımsız idari otoriteler üzerindeki denetimin ne hiyerarşi ne de idari vesayet denetimine girdiği, bunun yalnızca idari yargı yoluyla yapıldığı yönünde bk. Lütfi **DURAN**, "*Türkiye'de Bağımsız İdari Otoriteler*", **Bağımsız İdari Otoriteler**, Editör İbrahim Kaboğlu, İstanbul, 1998, s. 25, 27; **ULUSOY**, **Bağımsız İdari Otorite**, s. 35, **AKGÜL**, s. 43

⁷⁶ İdari vesayet yetkisinin gerek idari organ üzerinde gerekse organın işlemleri üzerinde yapılabileceği hakkında bk. **GÜNDAY** Metin, *İdare Hukuku*, 8. Bası, 2003, Ankara, s. 76 vd., **GÜRSEL**, s. 150

⁷⁷ **GÜRSEL**, s. 144, 156

⁷⁸ İdare teşkilatının içinde SPK'nın yeri pek çok müellif tarafından "hizmet yönünden yerinden yönetim" başlığı altında değerlendirilmektedir. **GÜNDAY**, s. 509; **AYAYDIN**, s. 151, Ali **ULUSOY**, "*Regülasyon Kurumları Hakkında Genel bir Değerlendirme*", **Günışığında Yönetim**, ÖZAY İlhan, 2002, İstanbul, s. 144; aksi görüşte bk. **GÜRSEL**, s. 158, 159 Yazar SPK'nın bir "hizmet örgütü" olmadığını ileri sürerek bu görüşüne katılmamıştır. Gürsel SPK'yı merkezi idareye yardımcı kamu kuruluşları arasında değerlendirmektedir.

⁷⁹ İdari vesayet ilişkisinin idarenin bütünlüğünü sağlamaya yönelik olduğu yönünde bk. **GÜRSEL**; s. 149

⁸⁰ Kurulun işlemlerinin idari işlem niteliğinde olduğu ve idari yargı tarafından denetlenmesi gerektiği yönünde bk. Danıştay 10.D, E.1986/1763, K.1987/1746 ve DİDDGK, T.26.06.1998, E. 1998/355, K. 1998/277 Kararlar için bk. **YASİN**, s. 187; **GÜRSEL**, s. 156, Celal **ERKUT**, "*Bağımsız İdari Makamlar Müessesesi Açısından Sermaye Piyasası Kurulu'nun Kısa bir Değerlendirmesi*", **Bağımsız İdari Otoriteler**, Editör İbrahim Kaboğlu, İstanbul 1998, s. 130

doğrultusunda, SPK'nın genel düzenleyici işlemlerinin (tebliğlerin) de idare hukukunun esaslarına uygun olarak hazırlanması ve yürürlüğe konması gerekmektedir.

- 5 SPK genel olarak düzenleyici işlem yapma yetkisini SerPK md. 22/f.I/b(o)'dan almaktadır. GYO'lar özelinde düzenleyici işlem yetkisini ise SerPK md. 36/f. 2'den almaktadır⁸¹. Adı geçen hükümler SPK'nın GYO'lara ilişkin düzenleyici işlem yapması için gerekli olmakla beraber, yukarıda da ifade olunduğu gibi yapılacak düzenleyici işlemin idare hukukunun genel ilkelerine de uygun şekilde hazırlanması
- 10 gerekmektedir. İdare hukukunun ilkeleri uyarınca, SPK'nın bir konuda düzenleyici işlem yapabilmesi için bu konuda onu yetkilendiren bir kanun olması ve bu kanunlarla verilen yetkinin, regülasyon amacıyla bağdaşmayacak ölçüde geniş olmaması gerekmektedir⁸². SPK'yı düzenleyici işlem yapmak hususunda açıkça yetkilendiren kanun hükümleri (SerPK md. 22 ve 36) mevcut olduğuna göre kanuni
- 15 dayanak incelemesinde yalnızca bu maddelerin regülasyon amacıyla bağdaşmayacak ölçüde geniş olup olmadığı hususunun incelenmesi gerekmektedir.

- Yasama organının yürütmeye bırakacağı düzenleme alanının sınırlandırılmış, sınırlarının iyice gösterilmiş ve düzenlenecek alanın esaslı konularının yasada belli
- 20 edilmiş, temel ilkelerinin hepsinin yasa koyucu tarafından konulmuş olması gerekmektedir. Buna karşın kanun SPK'ya verilen düzenleme alanının sınırlarını bile çizmemiştir⁸³. Anayasa Mahkemesi, 1993 tarihli bir kararında⁸⁴ düzenleyici işleme yetki veren kanun hükmü hakkında şu sonuçlara varılmıştır; “*Anayasada yasayla düzenlenmesi öngörülen konularda yürütme organına genel ve sınırları belirsiz bir*
- 25 *düzenleme yetkisinin verilmesi olanaklı değildir. Yürütmenin düzenleme yetkisi sınırlı, tamamlayıcı ve bağımlı bir yetkidir. Bu nedenle, Anayasada öngörülen ayrık durumlar dışında, yasalarla düzenlenmemiş bir alanda, yasa ile yürütmeye genel*

⁸¹ BAHTİYAR, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, s. 56

⁸² Konu GYO'lar özelinde incelendiği veçhile, idareyi yetkilendiren hükmün açıkça bu yetkiden bahsetmesi gerekip gerekmediği üzerindeki tartışmaya değinilmeyecektir. Zira GYO özelinde açık bir yetkilendirme düzenlemesi mevcuttur. Açıkça bir yetkilendirme cümlesi bulunmasına gerek olmadığı yönünde bk. GÜNDAY, s. 211

⁸³ Doğan KÜTÜKÇÜ, *Sermaye Piyasası Hukuku*, Birinci Cilt, İstanbul 2004, s. 34

⁸⁴ AYM. E. 1993/5, K. 1993/25, T. 06.07.1993, Karar için bk. YASİN, s. 190

nitelikte kural koyma yetkisi verilemez. Yürütme organına düzenleme yetkisi veren yasa kuralının Anayasanın 7. Maddesine uygun olabilmesi için **temel ilkeleri koyması, çerçeveyi çizmesi, sınırsız, belirsiz, geniş bir alanı yönetimin düzenlemesine bırakmaması gerekir.** Temel kuralları koymadan, ölçüsünü

5 belirlemeden ve sınırı çizmeden yürütmeye düzenleme yetkisi veren kural, Anayasanın 7. Maddesine aykırı düşer.”

Anayasa Mahkemesi'nin içtihadında yapmış olduğu tariften anlaşıldığı üzere idarenin bir alanda regülasyon faaliyeti yapabilmesi için kanunun, regüle edilecek

10 alanda “temel ilkeleri koyması, çerçeveyi çizmesi” gerekmektedir⁸⁵. Belki de yetki kanunun sahip olması gerektiği bilinen bu niteliklerin, var olduğu izlenimi yaratılmak amacıyla SerPK, doktrinde “çerçeve kanun” olarak değerlendirilmektedir⁸⁶. “Çerçeve kanun” doktrinindeki, “çerçeve” kavramının, AYM'nin içtihadında açıkladığı anlamda bir çerçeveselendirme sağlayıp

15 sağlamadığının değerlendirilmesi gerekmektedir.

GYO'nun yatırım yapabileceği alanlar açısından SerPK'yı ele alalım. SerPK md. 35/f.I yatırım ortaklığının başka pek çok yatırım aracının yanında gayrimenkul işletmek üzere kurulabileceğini hükme bağlamaktadır. Gayrimenkul işletmek için

20 kurulacak olan yatırım ortaklığının tam olarak hangi unsurlara yatırım yapabileceği ve hatta daha da önemlisi hangi unsurlara yatırım yapamayacağı hakkında ise kanunda en ufak bir ipucu bile bulunmamaktadır. Bunun yerine SerPK md. 36/f.II'de “yatırım ortaklıklarının, portföylerinde bulunduracakları, kıymetler itibariyle türleri ... Kurul tarafından belirlenir” denilmekle yetinilmiştir. Bu şekli ile GYO

25 Tebliği'nin 25. maddesinde 13 bent ve 26. maddelerinde 9 bent olarak ayrıntısıyla yer alan portföy kalemlerine ilişkin, SerPK en ufak bir bilgi dahi vermemektedir. Oysa AYM kanunun “temel ilkeleri koyması, çerçeveyi çizmesini” emretmektedir⁸⁷. O

⁸⁵ Aynı yönde bk. AYM, E. 2004/55, K. 2008/118, T. 12.06.2008

⁸⁶ **TEKİNALP**, Sermaye Piyasası, s. 147, Mehmet **BAHTİYAR**, “Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğlerine İlişkin Bazı Notlar”, **Ankara Barosu Dergisi**, Yıl 53, Sayı:1, Ankara 1996 SPK Tebliği, s. 39

⁸⁷ Nitekim doktrinde de, Tebliğler ile düzenlenecek hususların SerPK ile önceden belirlenmiş olan uzmanlık gerektiren ve günün koşullarına göre uyarlanması icap eden bazı teknik konulara ilişkin olması gerektiği ileri sürülmektedir. bk. **AKGÜL**, s. 84

halde SerPK'nın GYO'ya ilişkin maddelerinin yüksek mahkeme tarafından aranan çerçeve kanun kriterlerini yerine getirmekten aciz olduğu aşikârdır ve bu durum ilk bakışta TBMM'nin yasama yetkisine tecavüz (AY md. 7'ye aykırılık) gibi görünmektedir.

- 5 SerPK ile kuruma tanınan düzenleme yetkisinin orantısız ölçüde geniş olduğu ve bu durumun TBMM'nin münhasır yasama yetkisinin bir kısmına el atıldığı sonucuna varmadan evvel, SPK'nın bir bağımsız idari otorite olduğu hatırlanmalı ve bu niteliğinin geniş düzenleme yetkilerini haklı kılıp kılmadığı üzerinde durulmalıdır⁸⁸. SPK'nın bir bağımsız idari otorite olarak teşkilatlanmış olması, 10 yasama organın gelişen ekonominin ve piyasaların hızına yetişemeyecek bir işleyişinin olması ve düzenlemelerin konusunun çoğunlukla teknik ve ayrıntılı ekonomik ve hukuki bilgi gerektirmesinden ileri gelmektedir⁸⁹. Bir yandan, yasama organının sermaye piyasalarının gerektirdiği aciliyet ve teknik bilgiden yoksun olması sebebiyle SPK'nın kurulmuş olduğunu söyleyip, diğer yandan da kurumun 15 tüm düzenleyici işlemlerinin sınırlarının kanunla ayrıntılı olarak belirlenmiş olması gerektiğini savunmak kendi içinde çelişkiler barındıracaktır. O halde denilebilir ki, yukarıda zikrettiğimiz AYM kararının SPK'lara doğrudan uygulanması, kurumun bağımsız idari otorite olması hali ile bağdaşmayacaktır.

⁸⁸ Yukarıda tanımını yapmaya çalıştığım bu tip kurumlara esasen “bağımsız idari otorite” adı verilmesi kanımca kurumun niteliğiyle tam olarak örtüşmemektedir. Zira yine yukarıda sözü edildiği gibi bu kurumlar tam olarak bağımsız değil fakat özerk bir niteliği haizdirler. Ayrıca “idari otorite” ifadesi hukukumuzda kullanılan ve içi doktrin ya da içtihatça doldurulmuş bir terim değildir, bu mukabil “kamu kurumu” kavramı merkezi idareden ayrı, kamu tüzel kişiliğini haiz idareleri ifade etmesi ve gerek mevzuat gerekse doktrin ve içtihatça (Uyuşmazlık Mahkemesi 27.1.1989, E. 1989/24, K. 1989/277, kararda SPK bir kamu kurumu olarak gösterilmiştir, karar için bk. **AKGÜL**, s. 67) kullanılıyor olması açısından SPK'ya ve benzeri özerk kurumlara daha uygun düşmektedir. O sebeple kanımca tercih edilmesi gereken terim “özerk kamu kurumu” olmalı idi. Ne var ki, “bağımsız idari otorite” kavramı bir bütün olarak mevzuatımızda yer almadan evvel doktrin ve içtihat (bk. Danıştay 13.D 9.3.2007 E.2006/1511, K.2007/1189, karar için bk. **AKGÜL** s. 210) tarafından kullanılmaya başlanmış ve idare hukukumuzun Fransız idare hukuku ile olan eğilim yakınlığı sebebiyle, Fransızca terimin (les autorités administratives indépendantes) kelime karşılığı kullanılmış ve önemli ölçüde yerleşmiştir. Bu durum karşısında önerdiğim “özerk kamu kurumu” ifadesini kullanmak yerine, ben de çalışmamda “bağımsız idari otorite” terimini kullanmayı tercih edeceğim zira “*galat-ı meşhur fasih-i mehcurdan evladır.*”

⁸⁹ **BELEN**, s. 35, **YASİN**, s. 189, **AKGÜL**, s. 86, **BAHTİYAR**, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, s. 57

Nihayet, kanımca AYM tarafından üzerinde durulan ilkelerin (düzenlemeye ilişkin temel prensiplerin verilmesi ve düzenlemenin çerçevesinin çizilmesi ilkelerinin) SPK'ya diğer idarelere olduğundan daha esnek uygulanması gerekmektedir. Bu durumda, SerPK'nın GYO Tebliği'nin içerdiği tüm hususlara değinmesi beklenemeyebilecek ise de en azından temel ilkeleri belirlemiş olması gerekirdi. Ne var ki, SerPK Tebliği'ni GYO'ya ilişkin hükümlerin çerçevesini çizmek şöyle dursun, en temel ilkelerini dahi belirlemekten aciz kalmıştır⁹⁰. Yukarıda vermiş olduğum örnek ile devam edecek olursak, GYO'nun faaliyet sahasına ilişkin olarak GYO'nun "sürekli olarak kısa vadeli gayrimenkul alım satımı" yapamaması ya da gayrimenkul üzerinde bir projeye yatırım yapabilmekle beraber, bu projedeki inşaat işlerini üstlenememesi, GYO'nun gayrimenkul portföyü işletmeciliğinin temel ilkeleri niteliğindedir. Bu ve benzeri temel ilke niteliğindeki hususların kanunla belirlenmesi, bu vesileyle gayrimenkul portföyü işletmeciliği faaliyetinin sınırlarının çizilmesi yerinde olurdu. Ne var ki, SerPK md. 36'da temel ilkelerin dahi belirlenmemiş olması, SPK'nın GYO Tebliği'ni çıkartmaya ilişkin işlemi anayasanın 7. maddesine aykırı olmasına sebebiyet vermiştir⁹¹. Nitekim SPK'nın, tebliğleri ile sermaye piyasası hukukunu tek başına (TBMM'yi dışlamak suretiyle) oluşturmaya çalışması ve bu konuda SPK'ya sınırları olmayan yetkiler verilmesi doktrinde de hukuka aykırı bulunmaktadır⁹².

SerPK ile GYO'ya ilişkin temel ilkelerin dahi belirlenmiyor olması bir yana, esasen tebliğler ile düzenlenmesine gerek olmayan, teknik ve uzmanlık istemeyen başkaca hususlarda da TBMM'nin yasama yetkisi, SPK lehine törpülenmektedir⁹³. SPK'nın tebliğler yolu ile TBMM'den çaldığı yasama yetkisini mazur göstermek amacıyla ileriye sürülen, çerçeve kanun ya da "beyaz hüküm" doktrinleri, esas itibariyle, "sermaye piyasasının dinamizmi ve ticaret yaşamının sürat ihtiyacı ve ekonomik şartların değişkenliği" karşısında tebliğler ile düzenlemenin sermaye

⁹⁰ BELEN, s. 36, Yazar, yalnızca 3 madde (SerPK md. 32, 35, 36) ile GYO'nun düzenlenmesinin mümkün olmadığını, bu sebeple GYO'nun bütünüyle Tebliğ ile düzenlenmesinin zorunlu bir hal aldığını tespit etmektedir.

⁹¹ Aksi yönde bk. YASİN, s. 191; Yazar AYM tarafından gösterilen kriterleri tartışmaksızın SPK'nın düzenleme yetkisinin Anayasaya uygun olduğu fikrini ileri sürmektedir.

⁹² AKGÜL, s. 88, BAHTİYAR, SPK Tebliğleri, s. 41 vd.

⁹³ KÜTÜKÇÜ, s. 34, Yazar SerPK'da "yasama yetkisi devri" olduğu görüşündedir.

piyasası hukukuna hız ve esneklik sağladığı ve düzenlenen alanların teknik alanlar olduğu görüşüne dayanmaktadır⁹⁴.

Günümüzde halka açık anonim ortaklıklara ilişkin hükümlerin neredeyse tamamını SPK tebliğlerinde bulmaktayız⁹⁵. Oysa GYO'nun da bir parçası olduğu halka açık anonim ortaklıklar hukuku ne tamamıyla teknik ve ne de sık sık günün ekonomik koşullarına uyarlanması gereken bir alandır. SPK tebliğlerinde sıklıkla değişiklik yapıldığı gerçek ise de bu değişiklikler ticaret hayatının değişen gereklerine uyum sağlamak amacı ile değil, özensizce kaleme alınan tebliğ hükümlerinin ticaret hayatında yarattığı aksaklıkların giderilmesi amacıyla yapılmaktadır. Üstelik bu tebliğlerin sıklıkla değiştiriliyor olması hukuk güvenliğini de zedeleyebilecek niteliktedir. Nitekim, GYO Tebliği yürürlüğe girdiği 1998 tarihinden beri yedi kez değişikliğe uğramış, bu süre içinde Tebliğ en fazla üç yıl boyunca değişikliğe uğramadan kalabilmiştir. Esasen halka açık anonim ortaklıklar ve sermaye piyasası hukukunun TTK'da düzenlenmesi, bu hukuk dalını ilgilendiren yalnızca bazı teknik uzmanlık isteyen konular tebliğler aracılığıyla açıklığa kavuşturulması hukuk metodolojisine daha uygun olurdu. Sermaye piyasası hukukunun neredeyse bütünüyle tebliğler aracılığıyla düzenleniyor olmasının tek sakıncası TTK hükümleri ile çelişiyor olmasında değil, aynı zamanda tebliğ hükümlerinin de zaman zaman kendi aralarında uyumsuzluklar olmasındadır⁹⁶. Bu durum mevzuatımızda yeknesaklığın zayıf hatta eksik olmasına sebebiyet vermektedir⁹⁷.

⁹⁴ BAHTİYAR, SPK Tebliğleri, s. 41, TEKİNALP, Sermaye Piyasası, s. 147; Vural GÜNAL, Sermaye Piyasası Hukuku Esasları, İstanbul 2007, s. 4, 13

⁹⁵ MOROĞLU Erdoğan, "Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu", Makaleler I, 2. Tıpkı Bası, 2001, İstanbul, s. 282

⁹⁶ MOROĞLU, SerPK ve TTK, s. 283, Yazar, SerPK md. 7 ile getirilen payın oluşmasından evvel payı temsil eden pay senedinin çıkartılması, tescilin kurucu nitelikte olduğu ilkesi ile çatışmakta olduğu üzerinde durmaktadır.

⁹⁷ SPK Tebliğleri arasında yeknesaklık bulunmadığı hususunun, sermaye piyasası araçlarının ihracında tahsis usulü özelindeki eleştirisi için bk. Tolga AYOĞLU, Sermaye Piyasası Hukuku'nda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri, İstanbul 2006, s. 65

O halde ABD'deki bağımsız idari otoriteler için bazı yazarlarca ileri sürüldüğü gibi, yasama-yürütme-yargı erklerinden yetkiler kullanan bu kurumların⁹⁸ devlete bir dördüncü erk⁹⁹ meydana getirmesi söz konusu değilse de diğer (alelade) kamu kurumlarından daha özgün nitelikli kurumlar ile karşı karşıya olduğumuzu söyleyebiliriz. Üstelik bu kurumlar, yukarıda açıklandığı gibi yasamaya ilişkin (tebliğ çıkartma) yetkileri kullanmakla kalmamakta, aynı zamanda yürütmeye ilişkin (tebliğin uygulanması) hem de yargısal (mevzuata uygunsuzluk halinde ceza verme) yetkileri de otoritesi etrafında toplamaktadır¹⁰⁰.

1.1.2.2 Tebliğin Normlar Hiyerarşisi Bakımından Sınırları

GYO Tebliği normlar hiyerarşisinde yönetmelikler seviyesinde bulunmaktadır¹⁰¹ ve normlar hiyerarşisinde kendisine nazaran üstte yer alan normlara aykırı hükümler içeremez¹⁰². Tebliğin normlar hiyerarşisinde üstünde Anayasa, kanunlar ve tüzükler yer almaktadır. O halde GYO Tebliği hükümlerinin bu üst normlara aykırı olmaması gerekir¹⁰³. Bir başka ifade ile SPK tebliğlerinin normlar hiyerarşisinde üstünde bulunan normlara aykırı olmaması gerekir. Bu ifadeden tabii ki, SPK tebliğlerinin, başta SerPK olmak üzere, kanun metinlerinin daha ayrıntılı cümlelerle tekrarından ibaret olması gerektiği anlaşılmamalıdır¹⁰⁴. Tebliğler de elbette üst hukuk normlarında söylenmeyenleri de hükme bağlayacaktır ancak bu

⁹⁸ H el ene PAULIAT, "Les Autorit es Administratives Ind ependantes en Droit Compar e", **Bağımsız İdari Otoriteler**, Editör İbrahim Kaboğlu, İstanbul, 1998, s. 2

⁹⁹ Selçuk SOYBAY, "Bağımsız İdari Otoriteler Eliyle İdarenin Denetimi", **İdare Hukuku ve İlimleri Dergisi**, Sayı:1, 16 Ocak 1995, s. 47 (YASİN, s. 166, dn. 90'dan naklen)

¹⁰⁰ AKGÜL Aydın, Danıştay Kararları Işığında Sermaye Piyasası Kurulu Kararlarının Hukuki Niteliği ve Yargısal Denetimi, İstanbul, 2008, s. 36, 37, Yazar, bağımsız idari otoritelerin bu  cl  fonksiyonlarından dolayı "klasik idari yapılanma karşısında"  zg n bir niteliğe sahip olduğunu ifade etmektedir.

¹⁰¹ TEKİNALP, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 147; YASİN, s. 193, BELEN, s. 35, BAHTİYAR, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, s. 56, 57, BAHTİYAR, SPK Tebliğleri, s. 39 vd.

¹⁰² Erdoğan TEZİÇ, **Anayasa Hukuku**, 8. Bası, İstanbul 2003, s. 80, 84, BELEN, s. 35, YASİN, s. 191, BAHTİYAR, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, s. 57

¹⁰³ YASİN, s. 188, 189; Mehmet BAHTİYAR, **Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı**, İstanbul 1996, s. 65

¹⁰⁴ GÜNDAY, s. 211

normların üst hukuk normlarının amaç, kapsam, konu ve sınırlarını aşmaması gerekmektedir¹⁰⁵.

5 Tebliğ ihdas ettiği bazı emredici hükümlerde zaman zaman üst hukuk normlarının amaç ve sınırlarını aşmıştır¹⁰⁶. Bir örnek verecek olursak, Tebliğ md. 7/f.I/b(d) ile kuruculara bir GYO kurucusu ve lider sermayedarının belirli niteliklere sahip olma zorunluluğu getirilmiştir. Oysa üst hukuk normu niteliğindeki Anayasa md. 48/f.I'de yer alan özel girişim özgürlüğü, bir kimsenin herhangi bir özel teşebbüs kurmasına ya da buna iştirak etmesine sınırlama getirilecek ise bu sınırlamanın 10 kanun vasıtası ile getirilmesi şartını getirmektedir¹⁰⁷. Tebliğ ile ihdas edilen bu ve buna benzer bir takım *de facto* emredici hükümler vardır. Tebliğ ile *de facto* olarak yaratılan bu emredici hükümlerin *de jura* emredici olmayanları, üst hukuk normlarına aykırı olanları, hükümsüzlük yaptırımını ile karşılaşmalıdır.

15 Normlar hiyerarşisine aykırı olarak oluşturulmuş bu emredici hükümleri *de facto* emredici hüküm olarak nitelememin sebebi, bunların hukuken (*de jura*) emredici üst normlara aykırı olmaları sebebiyle hükümsüz olmalarına¹⁰⁸ karşılık, idari işlemlerin kanuniliği ilkesinden yararlanarak icra edilebilir olmalarıdır¹⁰⁹. Yani, SPK söz konusu emredici hükümlere uyulmasını, *de jura* buna hakkı olmamasına rağmen, ilgililerden talep edebilir, sonuçta meydana çıkan durum itibarıyla (*de facto*) 20 hükümler emredicilik kazanmış olur¹¹⁰. Hukuka aykırı olarak kendisinden bunun gibi

¹⁰⁵ GÜNDAY, 211; YASİN, s. 189, AKGÜL, s. 85, Kanunla SPK'ya bırakılan düzenleme alanının geniş bir alan olduğu, yine de bu alanın SerPK ve hukukun genel ilkelerine uygun olmak koşuluyla kullanılması gerektiği yönünde bk. GÜRSEL, s. 145, Kanunla yalnızca cezaların gösterildiği ve konunun çerçeve olarak çizildiği hallerde, idarece yapılan düzenleyici işlemleri, Tekinalp "beyaz hükümler" ihdas etme olarak tanımlamaktadır. TEKİNALP, Sermaye Piyasası, s. 147

¹⁰⁶ SPK Tebliğleri normlar hiyerarşisine riayet etmemesi sebebiyle sıklıkla eleştirilmektedir. TANÖR, Taraflar, s. 65, AKGÜL, s. 86, BAHTİYAR, Kayıtlı Sermaye, s. 65

¹⁰⁷ Bu hususa aşağıda 1.2.1.1.2 no'lu başlık altında değinilmektedir.

¹⁰⁸ BAHTİYAR, Kayıtlı Sermaye, s. 65, dn. 77'de yazar, 77 numaralı dip notta gösterdiği, Yargıtay 11. HD. T.9.1.1990, E. 6178, K.7137 sayılı karda da SPK Tebliğlerinde yer alan hükümlerden kanuna aykırı olanlarının uygulanamayacağı üzerinde durmaktadır.

¹⁰⁹ İdari işlemin kanuniliği ilkesi, işlemin bir hukuka uygunluk karinesinden yararlanmasını ifade eder. İlkeye göre bir idari işlem yargı yoluyla aksi hükmeye bağlanıncaya kadar hukuka uygun kabul edilir ve icra edilebilir. GÜNDAY, s. 114, AKGÜL s. 161

¹¹⁰ Aksi yönde Belen, emredici üst hukuk normlarına aykırı hükümlerin bağlayıcı olmayacağını söylemektedir, ne var ki yazar idari işlemlerin hukuka uygunluğu karinesi getiren, kanunilik ilkesini tartışmamıştır. bk. BELEN, s. 35

emredici hükümlere uyması yönünde taleplerde bulunulan GYO'nun, bu hükümlere karşı Danıştay'da iptal davası açma hakkı vardır.

5 Tebliğ yalnızca yürürlükteki ilkeleri ihlal edici nitelikte emredici hükümler
ihdas etmek yöntemi ile değil aynı zamanda hukukumuzun genel bazı ilkelerini ihlal
etmek yöntemi ile de normlar hiyerarşisine riayet etmemektedir. Şöyle ki, Tebliğ
GYO'nun yapabileceği faaliyetleri kazüistik bir yöntemle saymak yoluna gitmiştir.
Ne var ki, esasen hukukumuzun temel ilkelerinden biri, kişilerin “kural olarak fiil
ehliyetine sahip” oldukları, bunun istisnaen sınırlanabileceği yönündedir. Tebliğ ise
10 bu istisnayı GYO'lar açısından tersine çevirmiş ve kural haline getirmiş
görünmektedir¹¹¹. Örneğin Tebliğ md. 25, GYO'nun bir takım aynı hakları
edinebileceğini düzenlemiş ancak burada durmamıştır. Tebliğ borçlar ve eşya
hukuku alanlarına da girerek GYO'nun edindiği bu aynı hakkı ne şekilde
kullanabileceğini de düzenlemiştir. Üstelik bu maddede sayılanlar dışındaki tüm
15 hukuki işlemler GYO Tebliği md. 24 ile yasaklanmıştır. Başka bir deyişle, Tebliğ'in
24. maddesinin b bendinde GYO'lar “bu Tebliğ'de izin verilen işlemler dışında
ticari, sınaî veya zirai faaliyetlerde bulunamaz” demek suretiyle hukukumuzdaki bir
istisna kurallaştırılmıştır. Kanımca gayrimenkul portföyü işletmek faaliyetine dâhil
olabilecek iken, GYO Tebliği'nde yer almaması sebebiyle bir takım faaliyetleri
20 gerçekleştirilemeyen ilgililerin, Tebliğin bu hükmüne karşı iptal davası açmaları
mümkün olmalıdır¹¹².

25 Tebliğ hükümlerinin SPK'nın düzenleme yetkisinin sınırlarını aşması ya da
normlar hiyerarşisine aykırı olması sebebiyle iptali istendiğinde, Danıştay'ın bu
hükümleri üzerindeki denetimini ne kadar yoğun kullanacağı tartışılmıştır. Şöyle ki,

¹¹¹ SPK'nın düzenleyici işlem yapma yetkisini kullanırkenki bu eğilimi başkaca Tebliğlerinde de gözlemlenebilmektedir. Oysa SPK'nın düzenleyici işlem yaparken kullandığı takdir yetkisini hukukumuzun genel ilkelerine ve dünyadaki genel eğilimlere de uygun olarak kullanmasını beklemek gerekir. Özellikle Amerikan ve İngiliz hukuklarında regülasyon işlevinin imkân dahilindeki en genel şekilde yerine getirilmesi ve piyasa aktörlerine mümkün olduğunca fazla hareket sahası bırakılması (deregulation – déreglementation) eğilimi gözlemlenebilmektedir. Eğilim için bk. **ULUSOY**, Bağımsız İdari Otorite, s. 22

¹¹² Benzer şekilde hukukumuzun faaliyet serbestisine aykırı şekilde bankaların İMKB'de aracılık faaliyetinde bulunmalarına Tebliğ ile bir sınırlama getirilmek istenmiş ise de bu hüküm bir serbestinin Tebliğ ile sınırlanamayacağı gerekçesi ile Danıştay tarafından iptal edilmiştir. Danıştay 10 DD. 3.11..1998, E.1996/9498, K. 1998/5507, karar için bk. **GÜRSEL**, s. 156, dn. 346

Fransız hukukunda, bağımsız idari otoritelerin işlemlerinin yargısal denetiminde, yerindelik (*opportunité*) incelemesi yapılmamakta, yalnızca bariz bir değerlendirme hatası (*erreur manifeste d'appréciation*) olup olmadığının kontrolü ile kanuna uygunluk (*légalité*) incelemesi yapılabilmektedir¹¹³. Fransa'da idari yargı, kontrolünü yalnızca bariz değerlendirme hatası olduğu takdirde esasa ilişkin olarak yapmakta iken¹¹⁴, Danıştay'ın SPK işlemlerine ilişkin kararlarında böyle bir sınırlama görülmemektedir¹¹⁵. Danıştay, SPK'nın işlemlerini de tıpkı alelade bir idarenin işlemi gibi değerlendirmekte ve karara bağlamaktadır¹¹⁶. Ne var ki, Danıştay'ın bu yaklaşımı eleştirilmekte ve SPK'nın işlemleri üzerindeki denetimin sınırlı olması gerektiği ifade edilmektedir¹¹⁷. Bu eleştiriler esas itibariyle, SPK'nın uzmanlık gerektiren ve teknik konularda düzenleme yapıyor olması¹¹⁸ karşısında, Danıştay üyelerinin bu teknik ve uzmanlık isteyen konularda yetkin olmamalarına ve bu alanda SPK'ya tanınan geniş takdir yetkisine yargı organlarının müdahale gibi değerlendirilmesine dayandırılmaktadır¹¹⁹. Gerçekten de denilebilir ki; devletin belirli konularda uzmanlığından yararlanmak adına özel kaynak ayırıp gelişmesini sağladığı bir kurul aracılığıyla verilen kararların, sanki bu ihtimam hiç gösterilmemiş gibi alelade bir idari işlemin tabi olacağı denetimlere tabi olması, denetimi yapanın ulaşacağı sonuçların yerindeliğini kuşkulu bir hale düşürmek bir yana, devlet tarafından bu özel kurum için ayrılan bütçenin de israfı demek olabilecektir¹²⁰. Bu argüman kabul edilebilir nitelikte ise de, kanımca SPK'nın işlemleri üzerindeki yargısal denetimin kısıtlanması ya da kaldırılması için yeterli değildir¹²¹.

¹¹³ Jean MORANGE, “*Les Autorités Administratives Indépendantes en France*”, **Bağımsız İdari Otoriteler**, Editör İbrahim Kaboğlu, İstanbul 1998, s. 15; GÜNDAY, s. 512; DURAN, s. 27

¹¹⁴ AKGÜL, s. 214

¹¹⁵ Ülkemizde de Danıştay SPK kararlarının yerindeliğini inceleyemeyecektir, zira İYUK md. 2 idari yargının yerindelik denetimi yapmasını yasaklamış, idari yargı denetimini yalnızca hukuka uygunluk seviyesinde korumuştur. Aynı esas AY md. 125/4'te de yer almaktadır. Ancak Fransız Danıştay'ın esasa ilişkin incelemeye girebilmek için bariz değerlendirme hatası aradığı sınırlama Türk idare hukukunda henüz yerleşmemiştir. Bk. AKGÜL, s. 215

¹¹⁶ GÜNDAY, s. 512, AKGÜL, s. 210

¹¹⁷ Benzer şekilde Fransız Danıştay'ın da (Conseil d'Etat) denetim alanını giderek artırdığı yönünde bk. DURAN, s. 27

¹¹⁸ ULUSOY, Regülasyon, s. 15; DURAN, s. 27

¹¹⁹ DURAN, s. 27

¹²⁰ ULUSOY, Regülasyon, s.151

¹²¹ Bağımsız idari otoriteler üzerindeki denetimin kaldırılması, kararları üzerinde bir idari denetim mevcut olduğu sürece, kurumların işlemlerinde tam olarak bağımsız davranamayacakları gerekçesi ile ileri sürülmektedir. Bu görüşe göre, bağımsız idari otoritelerin kararları üzerindeki denetimin yalnızca şeklen yapılması mümkün iken, içerik olarak tüm karar idareye bırakılmalıdır. Bk. Jean-François

İdarenin bütünlüğünü sağlayan unsurlardan biri, işlemlerinin aynı yargısal denetime (idari yargı denetimine) tabi olmasından geçmektedir. O halde SPK'nın işlemleri üzerindeki denetimin kısıtlanması ya da kaldırılması anayasal bir ilke olan

5 idarenin bütünlüğü ilkesini zedeleyebilecek niteliktedir. Üstelik işlemi yapanlar konularında ne kadar uzman olurlarsa olsunlar, işlemlerinin yargısal bir süzgeçten geçirilebiliyor olması, işlemlerin muhatapları açısından en temel demokratik haklardan da biridir¹²². Kaldı ki, Duran, gerek Danıştay'ın gerekse Fransız Danıştay'ının bağımsız idari otoriteler üzerindeki yetkilerini artırıyor olmalarını bu

10 kurumların "hukukun gereklerine ve isteklerine pek özen göstermemek eğilimini sergilediği kanısına" sahip olmalarına bağlamaktadır¹²³. O halde, yukarıda sayılan sakıncaları gidermenin yolu SPK'nın işlemleri üzerindeki idari yargı denetiminin sınırlanması ya da kaldırılması değil, bu konularda SPK uzmanları kadar yetkin kişilerin işlemlerin hukuki denetimini yapmasını sağlamak olmalıdır¹²⁴. Nitekim

15 Danıştay Kanunu'nda 2003 ve 2004 tarihlerinde yapılan değişiklikler ile Danıştay'ın 10 ve 13. daireleri SerPK'dan kaynaklanan uyuşmazlıklara bakmak için görevlendirilmiştir. Bu dairelerdeki hâkimlerin SPK'nın yetki alanına giren hususlarda, SPK uzmanları gibi yetkin olmaları için gerekli ve sürekli eğitimler almaları sayesinde, hem yargı kararının yetkinliği hususunda kuşku doğmayacak,

20 hem de ilgililerin işleme karşı dava açma hakları engellenmiş olmayacaktır.

THERY, "Le Contrôle Juridictionnel des Autorités Administratives Indépendantes" **Bağımsız İdari Otoriteler**, Editör İbrahim Kaboğlu, İstanbul 1998 s. 154

¹²² Her türlü idari işleme karşı ilgilinin dava hakkı olması hukukun genel ilkelerindedir. bk. **THERY**, s. 155;

¹²³ **DURAN**, s. 27; Aynı şekilde bir bağımsız idari otorite işlemi üzerine yapılan incelemenin örnek verildiği makalesinde Thery, Fransız Danıştay'ının, bariz bir değerlendirme hatası olup olmadığı incelemesinden ileri gidip, takdir yetkisinin yerindeliliğini (*l'exactitude de l'appréciation*) de incelediğini aktarmaktadır. **THERY**, s. 160

¹²⁴ **GÜNDAĞ**, s. 513 Aynı yönde bk. **DURAN**, s. 28, Yazar, yargısal denetimin yararını vurgulamamanın yanı sıra, söz konusu kurumların gerek Fransa'da gerek Türkiye'de, yargı kararlarının gereklerini yerine getirmekte isteksiz davrandıklarını hatırlatmakta ve yargı kararlarının gereğinin yerine getirilmesinde Fransa'da alınanlara benzer önlemlerin bir an evvel Türkiye'de de alınmasında büyük yarar ve zorunluluk görmektedir. Akgül de Duran'ın tespitini destekleyecek şekilde SPK'nın iki idari yargı kararı karşısında, bu kararlar doğrultusunda işlem yapmadığını vurgulamaktadır. bk. **AKGÜL**, s. 211 vd.

1.2 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kuruluşu

1.2.1 Esas Sözleşmenin Hazırlanması

1.2.1.1 Esas Sözleşmeyi Hazırlayanlar

Her anonim ortaklık kuruluşunda olduğu gibi, GYO'yu kurmak isteyen kimseler kuruluş amacı ile bir araya gelirler¹²⁵. SerPK'ya tabi bir AO kurulması alelaide bir AO kurulmasından daha zordur¹²⁶. Zira SerPK'ya tabi AO, öncelikle her AO'da olduğu gibi TTK'daki kuruluş şartlarını yerine getirmek, bunun yanında SPK'dan uygun görüş almak durumundadır¹²⁷. Bir GYO kurmaya niyetli kişiler öncelikle, Tebliğe uygun bir esas sözleşme hazırlamalı ve ardından kuruluş için SPK'dan uygun görüş almalıdır. Ancak bu aşamalar tamamlandığında ve ticaret siciline tescil yapıldığında GYO kurulmuş olacak ve bu ana kadar adi ortaklık hükümlerine tabi ortaklık bir tüzel kişilik kazanmış olacaktır¹²⁸.

1.2.1.1.1 Kurucu ve Lider Sermayedar Kavramları

Hisse senetleri halka arz edilecek olan ve ortaklar adına büyük bir gayrimenkul portföyü işletecek olan GYO'nun güvenilir kişilerce yönetiminin sağlanması gerek

¹²⁵ Kuruluş merasiminin tamamlanması amacıyla bir araya gelen kişiler arasındaki ilişkiye adi ortaklık hükümlerinin uygulanacağı yönünde bk. Reha **POROY** (Ünal **Tekinalp**/ Ersin **Çamoğlu**), Ortaklıklar ve Kooperatifler Hukuku, 10. Bası, İstanbul 2007, N. 485

¹²⁶ Çalışmamın konusu gereği GYO'nun kuruluş aşamaları anlatılırken, alelaide bir AO kuruluşu ile GYO'nun kuruluşu arasında bir fark olmadığı takdirde bu hususlara değinilmeyecektir. GYO niteliğini haiz olmayan AO kuruluşları hakkında ayrıntılı bilgi için bk. **POROY (Tekinalp/Çamoğlu)**, Ortaklıklar, N. 486 vd. Oğuz **İMREGÜN**, **Anonim Ortaklıklar**, İstanbul 1989, Anonim Ortaklıklar, s. 20 vd.

¹²⁷ Seza **REİSOĞLU**, **Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Anonim Ortaklıklar**, Kuruluş ve Sermaye Artırımı, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları 120. Konferanslar Serisi 31, Ankara, s. 8

¹²⁸ Bir anonim ortaklık kurmak amacıyla kurucuların bir araya gelerek, gerekli işlemleri yapmaya başlamalarından, anonim ortaklığın kurulduğu ana kadar kurucular arasındaki ilişkinin adi ortaklık teşkil ettiği yönünde Türk hukukunda bugün bir görüş birliği mevcuttur. Buna mukabil, TTK tasarısında anonim ortaklıkların kuruluşundan önce kurucuların ortak bir amaçla bir araya gelmelerine adi ortaklık hükümlerinin değil, "ön ortaklık" hükümlerinin uygulanacağı 335. maddede düzenlenmiştir. Madde gerekçesinde ön ortaklığa dernek ya da adi ortaklık hükümlerinin değil, elbirliği mülkiyeti (şirketi) hükümlerinin uygulanması gerektiği belirtilmiştir.

SerPK, gerek Tebliğde amaçlanmıştır¹²⁹. GYO'nun yönetimi kural olarak kuruculara değil yönetim kuruluna emanet edilmiştir. Bu sebeple GYO'nun yönetiminin kurucularda olmaması ihtimali teknik olarak mümkünse de çoğunlukla kurucular, ortaklık esas sözleşmesinin hazırlanmasında kendileri adına yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazı tanımakta olduklarından, fiili olarak GYO'nun yönetimi kurucularda ya da onların tayin ettikleri kişilerde kalmaktadır. Bu sebeple, mevzuatta GYO'nun yönetiminin güvenilir ellerde olmasının sağlanmasında, yönetim kurulu üyeleri için aranan şartların yanında kurucular ve özel bir kurucu tipi olan lider sermayedarlar için bazı şartlar aranması ihmal edilmemiştir. SerPK md. 36/f.I/b(f)'de ve Tebliğ md. 7'de kurucuların ve lider sermayedarların haiz olmaları gereken bazı şartlar öngörülmüştür. Adı geçen özel düzenlemelerde hüküm olmayan hallerde, genel nitelikli mevzuata başvurulacağı aşikârdır.

Mevzuatımızda kurucunun tanımını TTK md. 278/f.I'de bulmak mümkündür. Buna göre *“Esas mukaveleyi tanzim ve imza eden ve sermaye olarak esas mukavelede muayyen parayı veyahut paradan başka bir şeyi koymayı taahhüt eden pay sahipleri kurucu sayılırlar.”* Anonim şirket olarak kurulan GYO'larda yukarıdaki tanıma uygun olarak kurucuların en az beş kişiden oluşması gerekmektedir (TTK md. 277).

GYO kurucusu olmak ile TTK anlamında kurucu olmak hususlarını birbirinden ayırmak gerekmektedir. Dönüşüm yolu ile kurulacak GYO'larda, dönüşecek olan ortaklığın pay sahipleri de birer GYO kurucusu olmakla birlikte, esasen TTK md. 277 anlamında kurucu olmamaktadırlar. Şöyle ki, dönüşüm yoluyla GYO kuruluşu özünde bir esas sözleşme değişikliği anlamına gelmektedir ve esas sözleşme değişikliklerinde TTK anlamında kuruculuk müessesesi mevcut değildir. Buna rağmen GYO Tebliği md. 7/f.II uyarınca dönüşüm yolu ile kurulacak olan GYO'larda da, kurucular için aranan şartlar, dönüşecek olan ortaklığın pay sahiplerinde aranmaktadır¹³⁰.

¹²⁹ BAHTİYAR, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, s. 78

¹³⁰ Tebliğin 2008 yılında uğramış olduğu değişiklikten evvel de genel bir gayrimenkul kurucusu kavramına yer verilmemekle birlikte, TTK anlamındaki kurucular ile “sermayedeki doğrudan veya

Lider girişimcilik müessesesinin 2005 tarihli bir tebliğ¹³¹ ile GYO mevzuatından çıkartılmasını takiben, müessesenin kaldırılmasıyla boşalan ihtiyacı karşılamak adına, 2006 tarihli başka bir tebliğ¹³² ile kurucularda aranan şartlara bir takım ilaveler yapılmıştır. Ne var ki, bu çözüm yeterli olmamış ve “lider sermayedarlık” adı altında benzer bir müessese 2008 yılında tekrardan GYO mevzuatına girmiştir.

Lider sermayedar tanımı Tebliğ md. 4/f.I/b(b)’de verilmektedir. Tanım uyarınca lider sermayedar “*ortaklıkta tek başına veya bir araya gelmek suretiyle sermayenin asgari %20’si oranında pay sahibi olan ve bu Tebliğin 7 ve 8’inci maddelerinde yazılı şartları taşıyan ortak ya da ortaklardır. Ortaklığın ticaret unvanında doğrudan ismi veya unvanı kullanılan veya doğrudan olmasa da ortaklığın ticaret unvanında kendisi ile bağlantılı olduğu izlenimini uyandıran bir ibareye yer verilen gerçek veya tüzel kişilerin bu Tebliğ kapsamında lider sermayedar olması zorunludur.*” Lider sermayedarlık müessesesi küçük tasarruf sahibinin, gerek GYO’ya, gerek GYO kurucularından bir kısmına olan güveninin korunması amacıyla ihdas edilmiştir. Lider sermayedarın küçük tasarruf sahibinin korunması işlevi dışında, piyasanın sağlıklı işleyişinin güvencesini oluşturduğu da ifade edilmektedir¹³³. GYO’lara ilişkin ilk SPK Tebliğinde (Seri VI, No: 7) olmayan bu kurum, Seri:VI, No. 11 sayılı Tebliğ ile “*lider girişimci*” ismi ile GYO mevzuatındaki yerini almıştır. SPK’nın GYO mevzuatında yapmış olduğu bu değişiklikten sonra doktrinde “*Tebliğin asli unsurlarından biri haline*” geldiği dahi söylenen ve kurucuların bir bölümünde mali istikrar ve GYO’nun işletme konusunda uzmanlık araması sebebiyle ihdasının çok yerinde olduğuna vurgu yapılan

dolaylı pay sahipliği % 10 veya daha fazla olan gerçek veya tüzel kişiler” aynı kriterlere tabi tutulmakta idi. Bu çerçevede ani usulde kurulanlar için kurucu, dönüşüm usulü ile kurulanlar için pay sahipliği asgari %10 olan kimseler için bir takım şartlar aranmakta idi. bk. **ÇOLAK/ALICI**, s. 43

¹³¹ 16.06.2005 tarihli ve 25847 sayılı Resmi Gazete’de; “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ” Seri: VI, No:18

¹³² 12.07.2006 tarihli ve 26226 sayılı Resmi Gazete’de; “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ” Seri: VI, No:20

¹³³ **BELEN**, s. 45, **ROUNDS/DEHIO**, s. 511, Rounds ve Dehio konuya yatırım trust’ları cephesinden bakmakla beraber, lider girişimcinin (İngilizce karşılığı ile “sponsorun”), tüm trust’ın hukuki yapısını tasarlayan ve ayağa kaldıran, onun markalaşmasını ve reklamını yapan unsur olduğuna vurgu yapmaktadır. Yazarlar, ayrıca, ödeme kabiliyeti (İngilizce ifadesi ile “*deep pocket*”)hususunda da lider girişimcinin önemini hatırlatmaktadır.

müessesenin, Seri: VI ve No: 18 sayılı Tebliğ ile yürürlükten kaldırılması ciddi eleştirileri beraberinde getirmiştir¹³⁴. 2008 yılında Seri:VI, No:21 sayılı Tebliğ ile lider girişimcilik müessesesi bir takım değişiklikler ile “lider sermayedarlık” adıyla GYO mevzuatına tekrar girmiştir.

Seri VI ve No: 18 sayılı Tebliğ ile kaldırılmadan evvel gayrimenkul yatırım ortaklığı kurucularından en az birinin lider girişimci olması gerekmekte idi. Lider girişimcilik, ortaklıkta tek başına veya bir araya gelmek suretiyle en az % 25 oranında pay sahibi olmak ile mümkün idi. Küçük tasarruf sahibin tanıdığı bir kişi ya da kuruma olan güveninin de korunması adına, GYO’nun ticaret unvanı adı veya unvanı kullanılan ya da doğrudan kullanılmasa bile GYO’nun kendisi ile bağlantılı olduğu izlenimini uyandıracak bir ibare yer alan ortakların lider girişimci olmaları ise zorunlu idi. Bu iki düzenlemeden de anlaşılacağı gibi, Tebliğ’in lider girişimci müessesesi ile tesis etmek istediği, küçük tasarruf sahibinde ortaklardan birine olan mevcut güvenin GYO lehine kullanılması idi¹³⁵. GYO’ların sıklıkla bir banka, sigorta şirketi ya da bir finans kuruluşu tarafından desteklendiği ve bu desteklemenin küçük tasarruf sahibi nezdinde GYO’ya güven yarattığı bir gerçektir¹³⁶. Bu bağlamda küçük yatırımcının sermaye piyasalarına ilgisinin artırılmasında olduğu kadar, onun menfaatlerinin korunmasında da faydası olan mülga lider girişimcilik kavramının yerine, 2008 yılında yapılan değişiklik ile ona çok benzer özelliklere sahip lider sermayedarlık kavramı ihdas edilmiş olması olumlu bir gelişmedir.

¹³⁴ ÖZMEN E. Sabâ / BELEN Herdem, “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği Değerlendirmesi”, Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu’na 65. Yaş Günü Armağanı, 2. Bası, 1999, s. 540 ve 542 BELEN, s. 45

¹³⁵ BAHTİYAR, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, s. 79; ÇOLAK/ALICI, s. 45 Tasarruf sahibi nezdinde oluşturulan bu güvenin basit bir hisse devri ile boşa çıkmasını engellemek adına, Tebliğ lider girişimciler adına çıkartılan hisse senetlerinin nama yazılı olması koşulunu getirmekte, bu yolla ilk halka arza satış süresinin bitiminden itibaren bir yıl boyunca devirlerinin ortaklığa karşı ileri sürülmesine engel olabilmekte idi. Lider girişimcilerin payları ancak bu sürenin geçmesinden sonradır ki SPK kaydına alınabilmekte idi.

¹³⁶ BELEN, s. 46; Yazar uygulamada GYO’ların sıklıkla banka ya da başkaca finans kuruluşlarının iştiraki ile kurulduklarını hatırlatmakta ve bu kuruluşların isimlerinin uyandırdığı güvenin GYO’ya taşınmak istediği üzerinde durmaktadır. AKÇAY, s. 47; Metin, lider girişimcilik müessesesinin kaldırılıp yerine lider sermayedarın getirilmediği dönem yayımlanmış olduğu için bu kişileri “sponsor” olarak adlandırmaktadır.

Tebliğ md.4/f.I/b(b) uyarınca, lider sermayedar olabilmek için öngörülen asli şart olan asgari pay oranı %25'ten, %20'ye indirilmiştir¹³⁷. Önceki düzenlemede de olduğu gibi lider sermayedar bir gerçek ya da tüzel kişi olabileceği gibi birden fazla kişiden de oluşabilir. Bu bağlamda yukarıda bahsi geçen asgari %20'lik pay sahipliği bir lider sermayedarda aranabileceği gibi, lider sermayedarlığı paylaşan kimselerde birlikte de aranabilir.

Birlikte lider sermayedarlığın¹³⁸, birden fazla lider sermayedarlıktan farkının belirtilmesi gerekmektedir. Birlikte lider sermayedarlıkta tek bir lider sermayedarlık statüsü bulunmakla birlikte, bu statünün şartları birden fazla pay sahibi tarafından yerine getirilmektedir. Birlikte lider sermayedarlığa örnek olarak, bir GYO'nun lider sermayedarlığını, GYO'daki payları %10'ar olan iki ayrı kurucu ortağın lider sermayedarlığı verilebilir. Bir lider sermayedarlık statüsünü meydana getiren, birden fazla paydaş bulunduğu takdirde, bunlar arasında mutlaka bir amaç (lider sermayedar olma amacı) birliği bulunmalıdır. Birlikte lider sermayedar olmak amacı etrafında toplanan paydaşların aralarındaki ilişkiye adi ortaklık hükümleri uygulanacaktır¹³⁹. Aralarında birlikte lider sermayedar olmak amaç birliği bulunmayan ve pay oranları toplamı % 20'yi aşan herhangi iki kurucunun birlikte lider sermayedar oldukları söylenemez, bunlarda lider sermayedarlar için aranan Tebliğ md. 7 ve 8'de yer alan koşullar değil, yalnızca kurucular için öngörülen şartlar aranabilir. Birden fazla lider sermayedarlık durumunda ise ortaklık pay sahiplerinden birden fazlasının her birinde %20'den fazla paya sahip olma ya da GYO'nun unvanında ortak ile bağlantılı olduğuna dair bir emarenin yer alması şartlarının gerçekleşmesi beklenmelidir¹⁴⁰. Birlikte lider sermayedarlıktan farklı olarak burada, sermayedarlar arasında bir amaç birliği söz konusu değildir. Birden fazla lider sermayedar durumuna verilebilecek bir örnek Yapı Kredi Koray GYO yapılanmasıdır. Bu GYO'da, Yapı Kredi Bankası %26 pay sahibi, Koray Grubu ise %25 pay sahibidir¹⁴¹, üstelik bunlardan her birinin

¹³⁷ Lider sermayedar olmak için öngörülen tali şart, GYO'nun "*ticaret unvanında doğrudan ismi veya unvanı kullanılan veya doğrudan olmasa da ortaklığın ticaret unvanında kendisi ile bağlantılı olduğu izlenimini uyandıran*" kişilerin de lider sermayedar olarak değerlendirileceklerine dairdir.

¹³⁸ BELEN, s. 50, Belen bu duruma "*lider girişimci birliği*" adını vermektedir.

¹³⁹ BELEN, s. 50

¹⁴⁰ Birden fazla lider sermayedar olması ihtimalinin eski Tebliğ düzenlemesinde öngörülmediği yönünde bk. BELEN, s. 50

¹⁴¹ <http://www.yapikredikoray.com/ortaklikyapisi.asp>

unvanı GYO'nun ticaret unvanında doğrudan yer almaktadır. Tebliğ md. 4/f.I/b(b)'deki lider sermayedar tanımına uyan her bir GYO kurucusunda Tebliğ md. 7 ve 8'deki şartlar ayrı ayrı aranacaktır. Nitekim, Tebliğ md. 8/f.IV'te "*birden fazla kişinin lider sermayedar olarak belirlenmesi halinde yukarıdaki şartlar her bir tüzel kişi için ayrı ayrı aranır*" ifadesi ile, birlikte lider sermayedarlık ihtimali değil, 5 birden fazla lider sermayedarlık ihtimali düzenlenmiştir.

1.2.1.1.2 Kurucular ve Lider Sermayedarda Aranılan Genel Şartlar

Bir GYO kurucusu ya da lider sermayedarı olabilmek için GYO Tebliği bazı şartlar sıralamıştır. Tebliğin öngördüğü şartlar GYO kurulduktan sonra bu şirketin hisse senetlerini alarak ona yatırım yapacak küçük yatırımcının tasarrufları ile 10 oluşturulan portföyün en iyi şekilde değerlendirilmesi ve tasarruf sahiplerinin korunması amacını gütmektedir¹⁴².

Tebliğin 7/f.I'in a bendi uyarınca, GYO kurucusunun muaccel vergi ve prim borcu bulunmaması gerekmektedir. Bu şart, kurulacak olan GYO'daki payının oranına bakılmaksızın, TTK md. 277 uyarınca kurucu sıfatını haiz gerçek ya da tüzel 15 her kişide aranmaktadır.

GYO Tebliği md. 7/f.I/b(b) ve (c)'de sayılan şartlar tüm kurucularda değil, yalnızca ortaklıkta doğrudan % 10 ya da daha fazla pay sahibi olanlar ile lider 20 sermayedarlarda aranmaktadır. Tebliğ md. 7/f.I/b(b) uyarınca, ortaklıkta en az doğrudan %10 pay sahibi olacak kurucular ile lider sermayedarın "*ortaklık kuruluşu için gerekli kaynağı kendi ticari, sınaî ve sair yasal faaliyetleri sonucunda her türlü muvazaadan arî olarak sağlamaları*" gerekmektedir. Bende bir takım ayrıntılardan arî olarak bakacak olursak, sayılan kimselerin "*ortaklık kuruluşu için gerekli kaynağı 25 ... sağlamaları*" gerektiği görülmektedir. Bu düzenlemenin sermaye ortaklıklarına hâkim anayasal girişim özgürlüğü karşısında değerlendirilmesi gerekmektedir. Özel bir girişim kurmak isteyen kimse, bu girişimin kanunen gerektirdiği mali kaynağı

¹⁴² BAHTİYAR, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, s. 78

sağlamakla yükümlüdür. Tek borç ilkesi uyarınca bir sermayedarın (bu sermayedar kurucu dahi olsa) ortaklıkta taahhüt ettiği sermaye payı kadar bir kaynağa sahip olması yeterli kabul edilmekte, bunu aşacak bir kaynak örneğin, “*ortaklık kuruluşu için gerekli kaynağı*” sağlaması ondan beklenmemektedir. Kurucu pay sahibinin

5 taahhüt ettiği sermaye payından fazla bir miktardan sorumlu olduğu haller mevcut ise de, bu sorumluluk halleri ortaklığın tamamının kuruluşu için yeterli olan miktarın çok altındadır. Şöyle ki, kurucuların taahhüt ettikleri sermaye payına ek olarak, kuruluştaki belgelerin doğru olmaması, sermaye taahhüt edilmemiş ya da ödenmemiş

10 iken, öyle imiş gibi gösterilmesi ya da aynı sermaye konurken hile yapılması sebepleri ile sorumluluklarına gidilebilmektedir. Bundan başka sebepler ile kurucuların sorumlu tutulmaları için kanuni bir dayanak dahi mevcut değil iken, GYO Tebliği vasıtasıyla asgari doğrudan %10 pay sahibi olan kurucular ile lider sermayedarın kuruluş için gerekli kaynağın tamamını sağlamaları şartı konması

15 kanuni dayanaktan yoksundur. Bu sebeple söz konusu şartın yalnızca kendi taahhüt ettikleri sermayeyi karşılayabilecek kaynağa sahip olmak şeklinde yorumlanması gerekmektedir. Nitekim bendin devamında “*taahhüt ettikleri sermaye miktarını karşılayabilecek mali güce sahip olmaları*” şartı getirilmektedir. Yanlış anlaşılmalara sebebiyet verilmemesi açısından bentte “*ortaklık kuruluşu için gerekli kaynak*” ifadesinin “*sermaye taahhüdünü karşılamak için gerekli kaynak*” anlamına gelecek

20 bir ifade ile değiştirilmesinde fayda vardır.

İlgili bent doğrudan %10’dan fazla paya sahip kurucu ve lider sermayedarın, taahhüdünü karşılaması için gerekli kaynak olarak anlaşılması gerektiğini yukarıda açıkladığımız kaynağın, “*kendi ticari, sınaî ve sair yasal faaliyetleri sonucunda her*

25 *türlü muvazaadan arî olarak sağlanması*” şartını getirmektedir. Bendin bu düzenlemesinde değinilmesi gereken iki husus söz konusudur. Bunlardan birincisi kaynağın mutlaka, kurucu ve lider sermayedarın “*kendi*” ticari, sınaî ve sair yasal faaliyetinden elde edilmesi zorunluluğu, ikincisi de söz konusu kaynağın her türlü muvazaadan arî olması şartı getirilirken, diğer hükümsüzlük hallerine hiç

30 değinilmemiş olmasıdır. Kaynağın neden mutlaka kurucu ya da lider sermayedarın kendi faaliyetinden elde edilmesi zorunluluğu getirdiğinin anlaşılması mümkün değildir. Örneğin, kurulacak olan bir GYO’da %10’dan daha fazla paya sahip olacak bir kurucunun, sermaye taahhüdünü kendisine kalan miras ve hatta çıkan büyük

ikramiye ile karşılayabilecek olması yeterli kabul edilmelidir. Kurucunun taahhüt ettiği sermaye payını karşılayabilecek mali gücü olduğu sürece, bunu kendi faaliyeti ile mi yoksa başka yollar ile mi kazandığı ile Tebliğ ilgilenmemelidir. Nitekim kurucu GYO'ya yalnızca sermaye sağlamakta, lider sermayedardan farklı olarak küçük yatırımcı nezdinde güven yaratmak gibi bir fonksiyonu icra etmemektedir. Bu sebeple, söz konusu sermayeyi ne şekilde elde ettiği ile ilgilenerken, kurucunun girişim özgürlüğüne kanunda bulunmayan bir sınırlama, Tebliğ ile getirilmemelidir. Bent, kaynağın yalnızca menşei üzerinde değil, aynı zamanda muvazaasız olması üzerinde de durmaktadır. Şayet bent, doğrudan %10 paydan fazlasına sahip kurucu ile lider sermayedarın taahhüt ettikleri sermayeye karşılık gelen kaynaklarının hükümsüzlük halleri ile malul olmamasına büyük önem vermekte idi ise, diğer hükümsüzlük hallerine neden yer verilmediğinin anlaşılması mümkün değildir. Örneğin, lider sermayedarın GYO için taahhüt ettiği sermayeye mukabil sahip olduğu kaynak, muvazaadan arî olsun da gabinden arî olmasın mı? Kanımca burada kastedilen, kaynağın hükümsüzlük hallerinden arî olmasıdır. Ne var ki, bendin bunlardan yalnızca muvazaaya değinmiş olması, kanun yapma tekniği açısından oldukça özensiz bir tavra işaret etmektedir.

Tebliğ md. 7/f.I/b(c)'de "*lider sermayedarların veya sermayede doğrudan %10 ve daha fazla paya sahip olacak gerçek ve tüzel kişi kurucuların sermaye piyasası kurumu ortağı olmanın gerektirdiği itibara sahip olmaları*" şartı getirilmektedir¹⁴³. Kurucuların ve lider sermayedarın yukarıda açıkladığımız gibi, fiilen GYO'nun yönetiminde de söz sahibi oluyor olmaları sebebiyle, ve kurulacak GYO'nun küçük yatırımcı nezdinde cazip olmasını sağlayabilmek adına, Tebliğ bunlar için belli bir düzeyde itibara sahip olma şartı getirmektedir.

25

Bir "*sermaye piyasası kurumu ortağı olmanın gerektirdiği itibara sahip olma*" kriterine neden ihtiyaç duyulduğu üzerinde durmak gerekmektedir. Her ne kadar sermaye ortaklıklarına, sermaye olarak "itibar" konamasa da hisse senetleri halka arz edilecek bir anonim ortaklığın hisse senetlerinin piyasada talep görmesi açısından bu

¹⁴³ 2008 yılındaki değişiklikten evvel hüküm "*kurucu olacak gerçek ve tüzel kişilerin gayrimenkul yatırım ortaklığı kurucusu olmanın gerektirdiği mali güç, itibar ve yeterli tecrübeye sahip olmaları*" gerektiği yönünde idi.

ortaklığı kuran kişilerin belli bir itibara sahip olması şartı aranabilir. Bu durumda dahi, mevzuat ile aranan itibarın sermaye olarak getirildiğinden bahsedilemez. Söz konusu itibar şartının, ortaklık kurucularında aranacak bir nitelik olarak değerlendirilmesi gerekmektedir. Kurucularda aranacak bu niteliğin esas itibariyle, 5 GYO hisse senetlerine itibar ve değer kazandırmak ve bu yolla sermaye piyasalarının gelişmesinin desteklenmesi amacına hizmet ettiği açıktır.

Kurucularda aranabilecek bir nitelik olan itibarın, asıl amacının ortaklığın borsada işlem görecektir hisse senetlerine itibar ve güven kazandırmak olduğu düşünüldüğünde, bu amaca bir veya birkaç kurucunun sağladığı itibar ile varılması mümkün ise, itibar şartının, 2008 değişikliği öncesi GYO Tebliği'nde olduğu gibi, her kurucuda aranmasının, bu sonuncuların girişim özgürlüklerini ölçsüz derecede sınırlayacağı kabul edilmelidir. Bu bağlamda 2008 yılında yapılan değişikliğin olumlu olduğunu söylemek gerekmektedir. Şöyle ki, hisse senetlerinin halka arzında yeterince talep görmek isteyen bir GYO'nun itibar sahibi kurucular tarafından kurulması, GYO açısından oldukça önemli bir getiri sağlamakla beraber, bir veya birden fazla kurucunun talep toplamak hususunda yeterince itibara sahip olduğu bir GYO'da, geri kalan kuruculardan da bir "*gayrimenkul yatırım ortaklığı kurucusu olmanın gerektirdiği itibara sahip*" olma şartının aranması, gerekli olmayıp, bu son kurucuların girişim özgürlükleri fazlaca kısıtlanmaktadır.

20 Tebliğ koyucu birbiri ile çatışma haline giren, girişim özgürlüğünün korunması ihtiyacı ile sermaye piyasalarının geliştirilmesi hedefini dengelemek adına sınırı, lider sermayedar ve %10 oranında paya sahip olacak kurucular noktasında çizmiştir. Tebliğ md. 7/f.I/b(c)'de "*lider sermayedarların veya sermayede doğrudan %10 ve daha fazla paya sahip olacak gerçek ve tüzel kişi kurucuların sermaye piyasası kurumu ortağı olmanın gerektirdiği itibara sahip olmaları*" şartı ile %10'dan az paya sahip olacak kurucular açısından girişim özgürlüğü korunurken, bundan fazla paya sahip olacak kurucular ile lider sermayedar açısından da sermaye piyasalarının geliştirilmesine öncelik verilmiştir. Bu bağlamda Tebliğ ani kuruluş yöntemi ile kurulan GYO'lar açısından bir dengeleme amacı gütmekte iken, md. 7/f.II uyarınca 25 dönüşüm yolu ile kurulacak GYO'larda %10 sınırı aramaksızın tüm ortaklarda itibar 30

sağlama niteliğinin bulunması şartını koymak suretiyle, kanımca girişim özgürlüğünü orantısız derecede sınırlamaktadır.

İster yukarıda belirtildiği gibi orantısız, ister orantılı olsun anayasal bir hak olan özel girişim özgürlüğünün (AY md. 48/f.I) sınırlandırılabilmesi, (GYO açısından itibar şartı örneğinde olduğu gibi) şartlara bağlanması, ancak kanun yolu ile yapılabilir. Kanunlarda ve özellikle SerPK’da, anonim ortaklık kurucusu ya da GYO kurucusu olması yasaklanmamış (özel girişim özgürlüğü kısıtlanmamış) bir kimsenin, GYO Tebliği yolu ile yeterli itibara sahip olmadığı gerekçesi ile kurucu olmasının engellenmesi Anayasa’ya aykırıdır. Normlar hiyerarşisinde yönetmelikler seviyesinde bulunan tebliğler yolu ile anayasal hakların sınırlandırılması hukuk sistemimizce kabul edilemez. Oysa Tebliğ, ani kuruluşta %10’dan fazla paya sahip olacak kurucu ya da lider sermayedar olarak tanımladığı bir grup ortağın, dönüşüm yolu ile kuruluşta tüm kurucuların, yalnızca sermaye getirmeleriyle yetinmemekte, mutlaka “yeterli itibar” sahibi olmalarını da şart koşmaktadır.

Özel girişim özgürlüğü karşısında bir istisna niteliğinde olan bu sınırlayıcı hüküm, anayasal bir hakka yönetmelik niteliğinde bir düzenleme ile istisna getirilmiş olması açısından hukuka aykırıdır. Söz konusu düzenleme ancak kanunda düzenlenmiş olsa idi hukuka uygun kabul edilebilirdi. Bu durumda dahi, hükmün dönüşüm yolu ile kuruluşlara ilişkin düzenlemesi, yukarıda açıklandığı üzere, özel girişim özgürlüğüne getirilen sınırlamanın ölçülü olmaması sebebiyle anayasaya aykırı kabul edilebilecektir¹⁴⁴. Kanımca ölçülü olacak şekilde (yani bir ya da beraberce birden fazla ortak tarafından) itibar sağlanması şeklinde öngörülebilecek bir düzenlemenin kanunda (tercihen SerPK’da) yer alması halinde, düzenleme hem kanunilik yönünden hem de orantılılık yönünden sağlık kazanacaktır.

Bugün itibariyle *de jura* anayasaya aykırı olmakla birlikte, *de facto* emredici olarak kuruculara uygulanacak Tebliğ hükümlerinin ayrıntısı ile incelenmesi gerekmektedir. Tebliğ md. 7/f.I/b(c)’de tüzel ve gerçek kişiler için genel bir itibara

¹⁴⁴ Kanun koyucunun anayasal bir hakka ilişkin kanuni sınırlama getirirken, kanunun öngörülen amaç karşısında ölçüsüz derecede sınırlandırıcı olmaması gerektiği yönünde bk. **TEZİÇ**, s. 190

sahip olma yükümlülüğü aranırken, takip eden (d) bendinde gerçek kişiler açısından, sermaye piyasası kurumu kurucusu olabilme itibarına sahip olmanın asgari kriterleri düzenlenmiştir. Bu bağlamda, denilebilir ki Tebliğ, sermaye piyasası kurumu kurucusu olmanın gerektirdiği itibara sahip olabilmek için gerçek kişi kurucuların, sine qua non haiz olmaları gereken niteliklerini (d) bendinde 6 alt bent halinde saymıştır. Bu niteliklerden ilki “5237 sayılı Türk Ceza Kanununun 282 nci maddesinde düzenlenen suçtan kaynaklanan malvarlığı değerlerini aklama suçundan ve 3713 sayılı Terörle Mücadele Kanununun 8 inci maddesinin birinci fıkrasında düzenlenen terörün finansmanı suçundan mahkûm olmamış” olmaktadır. Tebliğ md. 7/f.I/b(d) uyarınca gerçek kişi kurucularda aranacak ikinci şart “Sermaye piyasası mevzuatı, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu ile ödünç para verme işleri hakkında mevzuat kapsamındaki suçlardan ve/veya Türk Ceza Kanununun 53 üncü maddesinde belirtilen süreler geçmiş olsa bile; kasten işlenen bir suçtan dolayı beş yıl veya daha fazla süreyle hapis cezasına ya da Devletin güvenliğine karşı suçlar, Anayasal düzene ve bu düzenin işleyişine karşı suçlar, milli savunmaya karşı suçlar, devlet sırlarına karşı suçlar ve casusluk, zimmet, irtikâp, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, güveni kötüye kullanma, hileli iflas, ihaleye fesat karıştırma, edimin ifasına fesat karıştırma, bilişim sistemini engelleme, bozma, verileri yok etme veya değiştirme, banka veya kredi kartlarının kötüye kullanılması, kaçakçılık, vergi kaçakçılığı veya haksız mal edinme suçlarından mahkûm olmaması” şartıdır. Tebliğ md. 7/f.I/b(d)’de yer alan bu ilk iki hüküm vasıtasıyla yalnızca yatırımcının tasarruflarının korunması değil, aynı zamanda Türk kamu düzeninin korunması da amaçlanmaktadır. 3., 4., 5. ve 6. bentlerde ise tekrardan küçük yatırımcının korunması amacının ağır bastığı görülmektedir. Bu bağlamda, söz konusu bentlerde gerçek kişi kurucular için “Faaliyet yetki belgelerinden biri veya birden fazlası Kurulca iptal edilmiş yahut borsa üyeliğinden geçici veya sürekli olarak çıkarılmış kuruluşlarda, bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu bulunan kişilerden olmaması, Ödeme Güçlüğü İçinde Bulunan Bankerlerin İşlemleri Hakkında 35 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ve eklerine göre kendileri veya ortağı olduğu kuruluşlar hakkında tasfiye kararı verilmemiş olması, Kanunun 46 ncı maddesinin (i) bendi uyarınca işlem yasaklı olmaması, Kendileri veya sınırsız sorumlu ortak oldukları kuruluşlar hakkında iflas kararı verilmemiş ve konkordato ilan edilmemiş olması” şartları aranmaktadır. Gerçek kişi kurucular haklarında iflas

kararı verilmemiş olması ve konkordato ilan edilmemiş olmasına ilişkin düzenleme, özellikle kuruluş sonrasında sorumluluğuna gidilebilme ihtimali olan kurucuların, sorumluluklarına başvurulduğunda malvarlıklarının sorumluluklarını karşılayabilecek durumda olması amacını gütmektedir. Tebliğin 2008 yılında

5 değiştirilmeden önceki halinde gerçek kişi kurucular açısından çok benzer şartlar aranmakta idi¹⁴⁵. Ancak eski düzenlemede, şartlar Seri: V, No: 46 sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğin 9 uncu maddesinin birinci fıkrasının (d) bendine gönderme yapmak suretiyle hükme bağlanmış idi. Kanımca, GYO kurucularında aranacak şartların, GYO kurucuları ile

10 doğrudan bir alakası olmayan aracı kurumlara ilişkin bir mevzuata gönderme yaparak belirlenmesi yerine, doğrudan GYO Tebliği içerisinde belirlenmesi daha yerinde bir düzenleme olmuştur.

Tebliğ md. 7/f.III ortaklıkta *dolaylı* olarak %10 pay sahibi olacak *gerçek*

15 kişilerin de asgari bir itibara sahip olmasını şart koşturmaktadır. Buna karşılık Tebliğ, GYO'da dolaylı olarak asgari %10 pay sahibi olacak tüzel kişiler için ayrıca bir şart aramamıştır. Dolaylı olarak %10 pay sahibi gerçek kişilerin, tıpkı doğrudan %10 pay sahibi olan kuruculara ilişkin, Tebliğ md. 7/f.I/b(c)'de yer alan genel itibar şartını (bir sermaye piyasası kurumu ortağı olma itibarına sahip olma şartını) yerine

20 getirmesi beklenmektedir. Bunun yanı sıra tüm gerçek kişi kuruculara ilişkin asgari itibar şartı olan d bendinde 6 alt bent halinde sıralanan şartların da yerine getirilmesi

¹⁴⁵ Bu şartlar aşağıdaki gibidir; “*Ortak, yönetici, ihtisas personeli ile müfettiş ve 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu uyarınca atanan denetçilerinin,*

1) *Sermaye piyasası mevzuatı, 4389 sayılı Bankalar Kanunu, 4208 sayılı Karaparanın Aklanmasının Önlenmesine Dair Kanun ile ödünç para verme işleri hakkında mevzuata aykırılıktan ve/veya taksirli suçlar hariç olmak üzere affa uğramış olsalar dahi ağır hapis veya 5 yıldan fazla hapis yahut zimmet, nitelikli zimmet, irtikap, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, inancı kötüye kullanma, dolanlı iflas gibi yüz kızartıcı suçlar ile istimal ve istihlak kaçakçılığı dışında kalan kaçakçılık suçları; resmi ihale ve alım satımlara fesat karıştırma veya Devlet sırlarını açığa vurma, vergi kaçakçılığı veya vergi kaçakçılığına teşebbüs suçlarından dolayı hüküm giymemiş olması,*

2) *Kanun'un 33 üncü maddesinin (f) bendinde kurucular için aranan şartı taşıması,*

3) *Faaliyet yetki belgelerinden biri veya birden fazlası Kurul'ca iptal edilmiş yahut borsa üyeliğinden sürekli olarak çıkarılmış kuruluşlarda, bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu bulunan kişilerden olmaması,*

4) *Ödeme Güçlüğü İçinde Bulunan Bankerlerin İşlemleri Hakkında 35 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ve eklerine göre kendileri veya ortağı olduğu kuruluşlar hakkında tasfiye kararı verilmemiş olması,*

5) *(Ek: Seri: V, No: 49 sayılı Tebliğ ile) Kanun'un 46 ncı maddesinin (i) bendi uyarınca işlem yasaklı olmaması (Bu şart ortaklar için kuruluş ve pay devirlerinde aranır), gerekir.*

gerekmektedir. Tebliğ md. 7/f.I/b(c) ve (d)'de yer alan genel itibar şartı ile gerçek kişi kurucular için asgari itibar şartları, lider sermayedarı hâkimiyetinde bulunduran gerçek kişilerde ve GYO'nun halka arzından sonra GYO'da hâkimiyet sağlayan kişilerde de aranmaktadır (Tebliğ md. 7/f.IV ve V). Tebliğ md. 7/f.IV, lider sermayedarı hâkimiyetinde bulunduran gerçek kişileri (i) doğrudan veya dolaylı olarak yönetim kontrolüne sahip olan nihai gerçek kişiler, (ii) imtiyazlı paylarının mevcut olması halinde, imtiyazlı payların %10'undan fazlasına sahip gerçek kişiler ve (iii) imtiyazlı paylarının mevcut olması halinde, doğrudan veya dolaylı olarak lider sermayedarda imtiyazlı payların %10'undan fazlasına sahip tüzel kişi ortakların imtiyazlı paylarının %10'undan fazlasına sahip olan nihai gerçek kişiler olarak tanımlamaktadır. GYO üzerinde halka arzdan sonra hâkimiyet kuran kimseler, ortaklığın imtiyazlı paylarını veya ortaklığın paylarının doğrudan ya da dolaylı olarak %25'inden fazlasını iktisap eden kimseler olarak tanımlanmaktadır.

15 Yukarıda kuruculuk bahsinde de açıklandığı üzere GYO kurucusu olmak, TTK 277 anlamındaki şirket kurucusu olmaktan daha geniş bir kavramdır. GYO kurucusu olmaktan, dönüşüm yolu ile kurulacak olan GYO'larda dönüşecek ortaklığın ortağı olmak da anlaşılmaktadır. Dönüşüm yolu ile kurulan GYO kurucularında, ani usul ile kurulan GYO kurucularına benzer şartlar aranması Tebliğ'in amacı gereğidir.

20 Nitekim Tebliğ md. 7/f.II'de dönüşüm yolu ile kurulan GYO'larda "ortaklığın mevcut ortaklarının bu maddenin birinci fıkrasının (a), (c) ve (d) bentlerinde yer alan şartları sağlamaları" koşulu getirilmektedir. Dönüşüm yolu ile kurulan GYO'larda, dönüşen ortaklığın pay sahiplerinin, (b) bendi ile düzenlenen taahhüt ettikleri sermayeyi karşılayabilecek mali güce sahip olma şartına sahip olmaları

25 gerekmemektedir, zira dönüşüm yolu ile kurulan GYO'larda kurucuların taahhüt ettikleri sermaye borcu (Tebliğ md. 6/f.I/b(B)/c uyarınca) çoktan ifa edilmiş durumdadır. Taahhüdü karşılayamama gibi bir risk olmadığı için, dönüşen ortaklığın ortaklarından mali yeterlilik aranmıyor olması yerindedir.

1.2.1.1.3 Lider Sermayelerde Aranılan Özel Şartlar

Tebliğ kurulacak olan bir GYO'ya lider sermayedar olabilmek için Tebliğ md.8'de bir takım yeterlilik şartları koymuştur. Bu yeterlilik şartları lider sermayedarın mali yapısına ilişkin olduğu gibi, belirli alanlardaki tecrübesine de ilişkindir.

- 5 Lider sermayedarın mali anlamda yeterliliğine ilişkin şartlar, gerçek kişi ya da tüzel kişi olmasına göre farklılık göstermektedir. Tebliğ md. 8/f.I/b(A) uyarınca tek başına lider sermayedar olan gerçek kişilerin menkul ve gayrimenkul varlıklarının rayiç değeri asgari 10.000.000 TL, birlikte lider sermayedar olan gerçek kişilerin menkul ve gayrimenkul varlıklarının rayiç değeri toplamı ise asgari 15.000.000 TL
- 10 olmalıdır. Tebliğde bir gerçek kişi ile bir tüzel kişinin birlikte lider sermayedar olmaları durumunda mali yeterlilik açısından hangi şartların yerine getirilmesi gerektiği hususuna ise değinilmemiştir.

- 15 Kanımca Tebliğ md. 4 anlamında lider sermayedar sıfatını haiz bir kimseden 8. maddede gösterilen oranlarda aktive sahip olmak şartının beklenmesine, kanuni bir dayanak bulmak mümkün değildir. Örneğin, turizm alanında yatırım yapmak maksadı ile 10.000.000 TL başlangıç sermayesi ile kurulan bir GYO'da % 20 oranında pay sahibi olacak ve ticaret unvanına adını vermiş gerçek kişi bir lider sermayedarın, yapmış olduğu otel projeleri ile ödüller almış bir mimar olduğunu ele
- 20 alalım. Örneğimizde, lider sermayedar bir yandan ortaklığa önemli oranda sermaye taahhüt etmekte, diğer yandan da küçük yatırımcı nezdinde GYO projelerinin başarılı olacağına dair bir güven oluşmasını sağlamaktadır. %20 oranında sermaye taahhüt eden lider sermayedarın sermaye borcu, (10.000.000 TL'nin %20'si) 2.000.000 TL'dir. Tebliğ md. 8/f.I/b(A)'da düzenlenen asgari 10.000.000 TL varlığı olma şartı,
- 25 yalnızca 2.000.000 TL sermaye borcu olan lider sermayedarın, tek (sermaye) borcunun çok üstündedir ve mimarın girişim özgürlüğünü kısıtlayıcı niteliktedir. Üstelik bu hükmün bir kanuni dayanağı da yoktur. Yukarıda açıkladığımız üzere ister kurucu, ister lider sermayedar sıfatını haiz olsun, TTK, SerPK ya da başka bir kanun

uyarınca anonim ortaklık ya da GYO kurucusu olmasına bir engel bulunmayan mimarın böyle bir girişiminin engellenmesi Anayasa'ya aykırılık taşımaktadır. Nitekim sermaye koyma borcunu ifa edebilecek bir kurucuda, bu borcundan fazla mali kuvvet aranması, ortağı fazlaca mali kaynak bulundurma borcu altına sokması sebebiyle girişim özgürlüğünü kısıtlamaktadır ve bu kısıtlamanın Tebliğ ile getirilmiş olması Anayasa'ya aykırılığı oluşturmaktadır.

GYO kurmanın ciddi bir iş olduğu ve GYO'nun lider sermayedarının alelade bir AO ortağından ve kurucusundan gerek mali anlamda, gerek itibar anlamında daha donanımlı olması şartının aranması, bu şartın ancak kanun vasıtasıyla aranması koşulu ile anayasal olabilecektir¹⁴⁶.

Tebliğ md. 8/f.I/b(B) ile tüzel kişi lider sermayedarların mali yeterliliğine ilişkin şartların da yukarıda açıkladığımız üzere, Anayasa karşısındaki durumu aynıdır. Bu şartların da mutlaka kanun ile düzenlenmesi gerekmektedir. Aksi takdirde, Anayasa'ya aykırı oldukları kabul edilmelidir. Tebliğin tüzel kişi lider sermayedarlar için aradığı mali yeterlilik şartı, gerçek kişi lider sermayedarlar için aradığından daha ağırdır. Tebliğ md. 8/f.I/b(B) tüzel kişi lider sermayedarın (i) en az 3 yıllık faaliyet geçmişinin olması, (ii) son hesap dönemine ait konsolide ve konsolide olmayan mali tablolarının bağımsız denetimden geçmiş olması ve (iii) ani usulde kurulacak GYO'larda özsermayesinin, en az kurulacak GYO'nun çıkartılmış sermayesi oranında ve aktif toplamının, kurulacak GYO'nun çıkartılmış sermayesinin en az iki katı oranında olması, dönüşüm usulü ile kurulacak GYO'larda ise özsermayesinin en az dönüşecek ortaklığın öz sermayesi oranında ve aktif toplamının dönüşecek ortaklığın öz sermayesinin en az iki katı olması koşullarını taşıması zorunluluğunu düzenlemektedir.

Tebliğ md. 8/f.I/b(B) lider sermayedarın özsermayesine ilişkin şartlarda tavan miktar olarak 100.000.000 TL ve aktif toplamı tavan miktarı olarak da 200.000.000 TL öngörmüştür. En az 3 yıllık faaliyet geçmişinin olması ve son hesap dönemine ait

¹⁴⁶ Mali anlamda daha donanımlı olmayı sermaye taahhüdünü karşılayabilecek mali kaynaklardan daha fazla mali kaynağa sahip olmak şeklinde anlamak mümkündür.

konsolide ve konsolide olmayan mali tablolarının bağımsız denetimden geçmiş olması şartları, lider sermayedarın mali yeterliliğinden çok, mali sağlamlığına ilişkin şartlardır. Lider sermayedarın mali yeterliliğine ilişkin şart Tebliğ md. 8/f.I/b(B)'nin c alt bendinde ifade bulan, özsermaye ve aktif toplamının hangi oranlarda olması gerektiğine ilişkin hükümde gösterilmektedir. Hükümün c alt bendinde yukarıda 5 açıklanan oranlara bağlanan tüzel kişi lider sermayedarların mali yeterlilik şartlarının, kurulacak olan GYO'nun büyük (öz)sermayeli olarak kurulması halinde, erişilmesinin zor olduğu miktarlara çıkması ihtimali göz önünde bulundurularak, özsermaye ve aktif toplamı şartları için tavan miktarlar belirlenmiştir. Kanımca 10 Tebliğde tavan oranların belirlenmiş olması oldukça önemlidir. Şöyle ki, yukarıda da belirttiğimiz gibi, bir GYO'nun lider sermayedarı olan kişiden, (kanun ile düzenlenmesi şartı ile) koyacağı sermaye oranından fazla bir mali yeterliliğe sahip olmasının beklenmesi makul olmakla beraber, bu konuda orantısız düzeyde talepkâr olmak, hukuka uygun olmayacaktır. Şöyle ki, elbette lider sermayedar niteliğini haiz 15 kişinin, büyük yatırımlar yapabilen, olası sorumluluk hallerinde küçük yatırımcıya güven sağlayacak düzeyde mali yeterliliği olan kimseler olması makul bir beklentidir¹⁴⁷.

GYO Tebliği md. 8/f.II, lider sermayedarın yalnızca yeterli mali güce değil, 20 aynı zamanda yeterli tecrübeye sahip olmasını şart koşturmaktadır. İlgili hüküm uyarınca lider sermayedarın "*ortaklığın faaliyet konusunu yakından ilgilendiren inşaat, bankacılık ve finans gibi alanlarda en az üç yıllık tecrübeye sahip olması*" gerekmektedir. 2008 yılındaki Tebliğ değişikliğinden evvel kurucuların da yeterli tecrübeye sahip olmaları şart koşulmakta ise de tecrübenin ne kadarının yeterli 25 olacağı ve hangi alanlarda tecrübeli olunması gerektiği hususlarında bir açıklama olmaması, uygulamada sıkıntı yaratabilecek nitelikte idi. Bu bağlamda yeterli tecrübe şartının kıstaslarının, nispeten yeni düzenleme ile düzenlenmiş olması yerinde olmuştur. Bu tebliğ değişikliğinden evvel "yeterli tecrübenin" belirlenmesinde, yönetim kurulu için aranan yeterli tecrübe kriterlerine, kıyasen başvurulmakta idi. 30 Nitekim Tebliğin 17. maddesinde yönetim kurulu için aranan tecrübe şartları da 2008

¹⁴⁷ Nitekim, 2008 yılındaki Tebliğ değişikliği ile GYO mevzuatına lider sermayedarın girmesinden evvel, bu boşluğu doldurmak için kurucuların, GYO kurucusu olmanın gerektirdiği mali güce sahip olması şartı bulunmakta idi. İçi doldurulması zor bir kriter olan "GYO kurucusu olmaya yetecek mali güç" kriterinin ise kuruculardan orantısız düzeyde talepkâr olması riski mevcuttu.

değişikliği sonrasında 8. maddeye paralel olarak değiştirilmiştir. İki maddede de yapılan değişiklik ile bir yandan, yeterli tecrübe tanımları paralel hale getirilmiş, diğer yandan da yönetim kurulu için öngörülen yeterli tecrübe şartı lider sermayedar için olandan daha ağır olacak şekilde düzenlenmiştir. Kanımca lider sermayedar ile yönetim kurulu üyesinin tecrübe yeterliliği arasında Tebliğ ile ihdas edilen nüans oldukça yerindedir. Zira lider sermayedar yönetimde sıklıkla söz sahibi olabilmekle beraber, fiilen yönetim kurulu üyeleri gibi profesyonel portföy yöneticiliği faaliyeti görmeyeceklerdir. Bu durum göz önünde bulundurulduğunda, lider sermayedarda, yönetim kurulu üyelerinde aranan derecede tecrübe aranmış olsa idi, girişim özgürlüğünün gereğinden fazla kısıtlanması söz konusu olabilecek idi. Yine de, kurucuların Tebliğin 17. maddesinde yönetim ve denetleme kurulu üyeleri açısından belirttiği tecrübe kriterinin olumsuz şartı, lider sermayedar için de geçerli sayılmıştır. Bu doğrultuda, lider sermayedar için dahi “yalnızca gayrimenkul alım satım işi ile” uğraşmış olmak, bu alanda edinilmiş bir tecrübe sayılmamalıdır.

1.2.1.2 Esas Sözleşmede Yer Alan Hususlar

SerPK’da ya da başkaca bir mevzuatta, GYO’ya uygulanabilecek esas sözleşmeye ilişkin *lex specialis* niteliğinde bir hüküm olmaması sebebiyle, GYO’ların kuruluşunda hazırlanacak esas mukavelenin asgari içeriği TTK md. 279 ve GYO Tebliği çerçevesinde belirlenecektir¹⁴⁸. Bu noktada, GYO’ların kuruluşlarında, SPK tarafından boşlukları doldurulması zorunlu tutulan örnek esas sözleşmenin (*lex specialis* ya da başkaca bir *lex* olarak) normlar hiyerarşisinde yer bulunan bir düzenleme olmadığına hatırlatılmasında fayda vardır. Bu bağlamda aşağıdaki açıklamalarımda, SPK’nın örnek esas sözleşmesi, ana dayanağı oluşturmamaktadır. Söz konusu metin yalnızca, hukuki irdelemelerimin uygulama karşısındaki durumunun tespit edilmesi amacıyla kullanılmıştır.

¹⁴⁸ GYO esas sözleşmesinin hazırlanmasına ilişkin açıklamalarımda, çalışmamın kapsamı gereği TTK md. 279’da yer alan tüm hususları ele almamakta, bunlardan yalnızca GYO’yu doğrudan ilgilendirenler üzerinde durmaktayım. Kaldı ki, maddede sayılan hususların tamamının esas sözleşmede yer alması da zorunlu değildir. Bk. İMREGÜN, Anonim Ortaklıklar, s. 37

1.2.1.2.1 Ortaklığın Unvanı

GYO, gayrimenkul piyasasında işlem yapan bir tacir olacağından, tacirlere ilişkin hükümler, GYO'lara da uygulanacaktır. Bir tacir olarak GYO'nun ticaret unvanı kullanması zorunludur¹⁴⁹. Alelade bir tacir olmayan aynı zamanda bir anonim ortaklık olan GYO'nun ticaret unvanında “anonim şirket” ibaresinin de bulunması (TTK md. 45 uyarınca) emredici hüküm gereğidir¹⁵⁰. Tebliğ'in 6. maddesinin ani usul ve dönüşüm usulüne ilişkin A ve B bentlerinin e alt-bentlerinde, GYO'nun ticaret unvanında “Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı” ifadesinin yer alması zorunluluğu hükme bağlanmıştır. Bu iki kanuni yükümlülük bir arada değerlendirildiğinde, “Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Ortaklığı” gibi bir ifadenin, ticaret unvanında yer almasının zorunlu olduğu gibi bir durum ortaya çıkacaktır ki, tek bir unvan içinde iki kere “ortaklık” kelimesinin geçmesi, gereksiz tekrara sebebiyet verecektir. Bu durum karşısında Bahtiyar, Tebliğ ifadesinin “Gayrimenkul Yatırım Anonim Ortaklığı”nı zorunlu kılacak şekilde değiştirilmesini önermektedir¹⁵¹.

15

GYO'ların ticaret unvanlarında bulunması gereken zorunlu “gayrimenkul yatırım ortaklığı” ifadesi aracılığıyla, bunların gayrimenkul piyasasında faaliyet gösteren diğer ortaklıklardan ayırt edilmeleri sağlanmıştır¹⁵². Ayrıca TTK md. 45 hükmü, anonim ortaklıkların ticaret unvanlarında işletme mevzuunun belirtilmesi gerektiğini hükme bağlamaktadır. Amaçlarında sınırlama olmayan tipte GYO'lar için “Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı” ifadesinin işletme mevzuunu yeterince belirtiyor olduğu söylenebilirse de, belirli bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla ya da belirli alanlarda yatırım yapmak amacıyla kurulan GYO'ların ticaret unvanlarında, söz konusu projenin ya da yatırım alanının yer alması, TTK md. 45 hükmüyle uyumlu olacaktır¹⁵³.

25

¹⁴⁹ Tacirlerin ticaret unvanı kullanma zorunluluğu hakkında bk. **POROY/YASAMAN**, N. 202, s. 139; **ARKAN**, s. 136

¹⁵⁰ **POROY/YASAMAN**, N. 445, s. 331; **ARKAN**, s. 254

¹⁵¹ **BAHTİYAR**, Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, s. 77

¹⁵² **ÇOLAK/ALICI**, s. 43

¹⁵³ Bu bağlamda SPK'nın yayımlanmış olduğu GYO Esas Sözleşme Örneği'nin 2 numaralı dip notunda, proje ya da faaliyet alanının gösterilmesi zorunluluğu ifade bulmuştur.

Her bir GYO'nun ticaret unvanı TTK md. 52 ve md. 54 çerçevesinde korunurken, Tebliğ ayrıca md. 44'te "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı" ifadesini de koruma altına almıştır¹⁵⁴. Bu hüküm aracılığıyla bir yandan, Tebliğ şartlarını yerine getirmemiş diğer (gayrimenkulle ilgilenen) şirketlerin haksız rekabet yapmalarına engel olunmak gayesi güdülmüşken¹⁵⁵, bir yandan da SPK'ya tabi olmaları sebebiyle GYO'lara güven duyan küçük yatırımcı ve GYO'larla iş yapan üçüncü kişilerin güveninin kötüye kullanılmasının önüne geçilmek istenmiştir.

GYO Tebliği md. 44'te¹⁵⁶ yalnızca yasak getirilmiş olması ve fakat bu yasağa uygulanacak yaptırımının gösterilmemiş olması yerinde olmamıştır. Tebliğ 44. maddede mutlak bir koruma getirmediğinden, başka bir deyişle, söz konusu yasağın delinmesi halinde, başka bir şart aranmaksızın uygulanabilecek bir müeyyide öngörmediğinden genel hükümlere gitmek gerekecektir. Bu doğrultuda, şartların yerine gelmesi halinde GYO'ların, TTK md. 54 uyarınca ticaret unvanının korunması ya da haksız rekabet hükümlerine, güvenleri kötüye kullanılan yatırımcı veya hukuki işlem taraflarının ise sözleşmeye aykırılık, *culpa in contrahendo*¹⁵⁷ ya da haksız fiil hükümlerine başvurmaları gerekeceği söylenebilir. Gerek haksız rekabet¹⁵⁸ hükümlerine başvuracak GYO'ların, haksız rekabetin menini elde edebilmeleri için TTK md. 58 uyarınca zarar veya zarar tehlikesi bulunduğu kanıtlanmasının, gerek sözleşmeye aykırılık, *culpa in contrahendo* ya da haksız fiil hükümlerine başvuracak, güveni kötüye kullanılan üçüncü kişilerin zararlarını kanıtlamalarının zorunlu olduğu tartışmasızdır. Bu güçlükler karşısında unvana ilişkin maddede ya da SerPK'da ticaret unvanının korunmasına ilişkin, doğrudan bir yaptırım öngörülmesi yerinde olur.

¹⁵⁴ TTK md. 52, 64 hakkında bk. **POROY/YASAMAN**, N. 451 vd., s. 334 vd.

¹⁵⁵ **ÇOLAK/ALICI**, s. 43

¹⁵⁶ "Unvana İlişkin Yasak" başlığı altındaki 44. madde hükmü şöyledir; "Kanun hükümleri ve bu Tebliğ esasları dahilinde kurulan ve faaliyet gösteren ortaklıklar dışında hiç bir kuruluş ticaret unvanında veya ilan ve reklamlarında "gayrimenkul yatırım ortaklığı" veya aynı anlama gelebilecek başka bir ibare kullanamaz."

¹⁵⁷ Kavram hakkında ayrıntılı açıklama için bk. M. Kemal **OĞUZMAN/ Turgut ÖZ, Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, İstanbul 2009, s. 321 vd.

¹⁵⁸ Haksız rekabet hakkında ayrıntılı açıklama için bk. **POROY/YASAMAN**, N. 375 vd., s. 281 vd.

1.2.1.2.2 Ortaklığın Amaç ve Konusu

Ortaklığın amaç ve konusu esas sözleşmede bulunması zorunlu maddelerden biridir. Amaç ve konunun belirlenmesiyle, GYO'nun faaliyet sahasının sınırları da belirlenmiş olur. Esas sözleşmede yer alacak amaç ve konu maddesinin önemi, kurulacak olan GYO'nun faaliyet alanını belirleyecek şekilde *ultra vires* ilkesinin söz konusu şirkete uygulamasının temelini oluşturacak olmasındadır. Ne SerPK'da ne de Tebliğde ortaklığın hak ya da fiil ehliyetine ilişkin bir ifade bulunduğundan, GYO'nun amaç ve konusunun açıklanmasından önce genel ilke üzerinde durulacaktır.

10 *Ultra vires* ilkesi ortaklık ehliyetinin, esas sözleşme ile –özellikle esas sözleşmede yer alan “ortaklığın amacı ve konusu” maddesi ile- sınırlandırılması demektir¹⁵⁹. *Ultra vires* ilkesinin kanuni dayanağı olarak, TTK md. 137 gösterilmektedir, ne var ki, doktrinde sınırlandırılan ehliyetin hak ehliyeti¹⁶⁰ mi yoksa fiil ehliyeti mi olduğu tartışılmaktadır. Bu ayırım söz konusu ilkeye aykırı olarak yapılan işlemlere uygulanacak hukuki müeyyidenin belirlenmesinde önem arz edecektir. Şöyle ki, şayet ilkenin hak ehliyetini sınırladığı hükmüne varılırsa sınırın aşılması yokluk yaptırımını ile karşılaşılabilecek iken, ilkenin fiil ehliyetini sınırladığı hükmüne varılması halinde kesin hükümsüzlük yaptırımını ile karşılanacaktır. Her iki ihtimalde de kural olarak GYO, yaptığı *ultra vires* işlemle bağlı olmayacaktır, ancak kesin hükümsüzlük yaptırımıyla karşılaşması ihtimalinde işlemin dürüstlük kuralı vasıtasıyla ya da tahvil (*conversion, Umdeutung*) yöntemiyle ayakta tutulması¹⁶¹ mümkün olabileceken, yokluk ihtimalinde işlemin ayakta tutulması kesinlikle mümkün olmayacaktır¹⁶². Bu ilkenin pay sahiplerini fazlaca koruduğu, bununla beraber tüzel kişilikle ilişki içine giren üçüncü kişileri yeterince korunmadığı ifade

¹⁵⁹ POROY (Tekinalp/Çamoğlu), Ortaklıklar, N. 125 vd.

¹⁶⁰ Her ne kadar hak ehliyeti kavramı MK md. 8'de zikredilmekteyse de mevzuatımızda hak ehliyeti kavramı tanımlanmamıştır. Hak ehliyeti doktrin tarafından “...haklara ve borçlara sahip olabilmek ehliyeti” olarak tanımlanmaktadır. Tanım için bk. Mustafa DURAL/ Tufan ÖĞÜZ, **Türk Özel Hukuku**, Cilt II, Kişiler Hukuku, İstanbul 2002, s. 37; Almanya'da ise BGB'de 2000 yılında yapılan bir değişiklikle, (kişi ortaklıklarının hak ehliyetlerinin tanımlanması amacıyla da olsa) hak ehliyeti kavramı tanımlanmıştır. BGB md. 14/f.2'de yer alan bu tanım doktrinde olduğuna benzer şekilde hak ehliyetini “haklar iktisap etme ve mükellefiyetler üstlenme ehliyeti olarak tanımlamıştır.

¹⁶¹ OĞUZMAN/BARLAS, s. 169; BELEN, s. 104

¹⁶² OĞUZMAN/ÖZ, s. 139

edilmektedir¹⁶³. Bu sebeple doktrinde ve Yargıtay içtihadında *ultra vires* ilkesinin katı şekilde uygulanmasına karşı çıkmaktadır¹⁶⁴. Kaldı ki, AB'nin 68/54 sayılı Yönergesinde de, üçüncü kişilerin de korunması amacı güdülmek amacıyla *ultra vires* ilkesinin uygulanması yasaklanmış, bunun yerine temsile ilişkin ilkeler esas alınmıştır. AB hukuku ile uyum çerçevesinde, TTK tasarısı da yasalaştığı takdirde, Türk mevzuatında *ultra vires* ilkesi yerini ortaklık ile işlem yapan iyiniyetli üçüncü kişinin korunması ilkesine bırakacaktır¹⁶⁵. Tasarı md. 125/f.II uyarınca GYO ve diğer tüm anonim ortaklıklar, MK md. 48 çerçevesinde her türlü hukuki işlemi yapabilecektir.

10 Bugünkü sistemimizde ise doktrinde neredeyse yerleşmiş olan görüş, TTK md. 137'nin hak ehliyetini sınırlandırdığı, bu yolla *ultra vires* işlemlere uygulanacak yaptırımın da yokluk olması gerektiği yönündedir¹⁶⁶. Yokluk yaptırımının ağır sonuçlarının önüne geçilmesi açısından, ortaklığın işletme konusunun dar yorumlanmaması gerektiği vurgulanmaktadır¹⁶⁷. Bu anlamda, ortaklığın amacına ulaşmak açısından yarar sağlayabileceği her türlü işlemi yapmasının, hak ehliyeti içinde olacağı şekilde geniş yorumlama uygun olacaktır. Şirketin amaç ve konusunun aynı zamanda hak ehliyetini de belirlediği yönündeki pay sahiplerini öncelikli olarak koruyan kabul, hisse senetleri halka arz edilmiş olan GYO'lar açısından ayrıca büyük önem arz edecektir, zira söz konusu şirketlerin ortaklarının haklarının korunması, bir yandan da sermaye piyasası yatırımcısının menfaatlerinin üstün tutulması anlamına gelecektir¹⁶⁸.

Amaç ve konu sınırlandırmasının hak ehliyeti sınırlandırması olarak kabul edilmesi, yalnızca korunması gereken menfaatler açısından değil, aynı zamanda *ultra*

¹⁶³ BELEN, s. 97 Tüzel kişiliğin yalnızca esas sözleşmesinde sayılı faaliyetlere ilişkin işlemlerinin geçerli sayılması bunun dışındakilerin ise yoklukla malul sayılması, pay sahiplerinin esas sözleşmeye yönelik olan iradelerini korumaktadır. Başka bir deyişle *ultra vires* ilkesi bu iradeyi üçüncü kişilerin çıkarlarına üstün tutmaktadır.

¹⁶⁴ DOĞANAY, s. 629

¹⁶⁵ TTK tasarısı gerekçesinin 112 numaralı paragrafı, ticaret şirketlerinin ehliyetlerine ilişkin *ultra vires* ilkesinin terk edilmesinin, AB hukukuna uyum amacı ile yapıldığını hatırlatmaktadır.

¹⁶⁶ Sınırlandırılan ehliyetin hak ehliyeti olduğu yönünde bk. POROY (Tekinalp/Çamoğlu), Ortaklıklar, N. 541, BELEN, s. 115 vd.

¹⁶⁷ BELEN, s. 114

¹⁶⁸ Aynı yönde bk. BELEN, s. 117

vires ilkesinin konuluş amacı açısından da yerindedir. *Ultra vires* ilkesi ilk olarak İngiliz hukukunda yalnızca izinle kurulabilen kumpanyaların iznin dışında hak ehliyetinin olmadığına vurgulanması amacıyla gütme idi¹⁶⁹. Günümüzde GYO'lar da benzer şekilde yalnızca SPK'nın uygun görüşü ve STB'nin izni ile kurulabildiklerinden, sınırlamaların hak ehliyeti sınırlaması olarak algılanması ilkenin konuluş amacına uygun olmaktadır.

TTK md. 137, ortaklıkların hak ehliyetlerini “amaç ve konularıyla” sınırlarken, TTK'nın herhangi bir hükmünde ortaklıkların fiil ehliyetlerini sınırlandırmamıştır. Bu anlamda ortaklığın hak ehliyetinin sınırları bir kere belirlendikten sonra, bu belirleme fiil ehliyetinin sınırlarını da gösterecektir¹⁷⁰.

Türk pozitif hukuku açısından şirket amaç ve konusunun hak ehliyetini belirlediği ve faaliyet sınırları dışında yapılan işlemlerin yoklukla malul olduğunu tespit ettikten sonra, GYO'lar açısından amaç ve konunun belirlenmesi meselesine değinilebilecektir. GYO, Belen'in ifadesiyle “*tipik bir anonim ortaklıktır, ama klasik bir anonim ortaklık değildir*”¹⁷¹. Zira GYO, TTK'daki anonim ortaklık tipine uygun kurulmak suretiyle tipik, ancak nitelikli (gayrimenkul ağırlıklı) faaliyetler göstermek mecburiyetinde bir ortaklık olması sebebiyle de klasik bir anonim ortaklık değil, özellikli bir anonim ortaklıktır. GYO'nun hak ehliyetinin belirlenmesi açısından, bizi ilgilendiren husus, GYO'nun özellikli bir anonim ortaklık olmasıdır. Şöyle ki, GYO, sadece GYO olması sebebiyle, zaten münhasıran belli sahalarda işlem yapma yeteneğine sahiptir. Bu ifadenin mevhum-u muhalifinden anlaşılacağı gibi, GYO belli faaliyet alanlarında, yalnızca GYO olarak kurulmuş olduğu için hak ehliyetine sahip olamayacaktır. Buna göre Tebliğ, GYO'nun faaliyet alanlarının sınırını belirlerken, hak ehliyetinin de sınırlarını belirlemiş olmaktadır. Tebliğin 5.

¹⁶⁹ Matthias LEHMAN, “*Der Begriff der Rechtsfähigkeit*”, *Archiv für die civilistische Praxis*, vol. 207, sayı 2, Tübingen 2007, s. 236; Yazar, İngiltere’de *ultra vires* ilkesinin izin sisteminin terk edilmesi ile beraber terk edildiğini hatırlatmakta ve Almanya’da bu ilkenin hiçbir zaman kabul görmediğini vurgulamaktadır. Yazar, benzer hususların Almanya’da, hak ehliyeti sınırlaması yerine, temsil yetkisi kavramından hareketle çözüme kavuşturulduğunu ifade etmektedir.

¹⁷⁰ BELEN, s. 109; Bu tespitten yola çıkarak denilebilir ki, ortaklığın bir işlemi şayet fiil ehliyetinin dışında kalıyorsa, aynı zamanda hak ehliyetinin de dışında kalmış sayılacaktır. Bu sebeple ortaklığın işlemlerinin fiil ehliyeti sınırlaması sebebiyle kesin hükümsüz sayılması mümkün olmayacak, zira bu işlem fiil ehliyeti ile birlikte hak ehliyetinin de dışında kalmış sayılacaktır.

¹⁷¹ BELEN, s. 119

bölümünde “Yatırımlar ve Portföy Yönetimine İlişkin Esaslar” başlığı altındaki maddelerin tamamına yakını, GYO’nun hak ehliyetini belirleyici (sınırlayıcı) niteliktedir. Buna göre, daha baştan, GYO kurucularının, şirketin amaç ve konusunu belirlemekte irade serbestîleri sınırlıdır¹⁷².

5 GYO’ların hak ehliyetlerine ve dolayısıyla fiil ehliyetlerine ilişkin ilk sınırlama esas sözleşme ile değil, mevzuatla getirilmiştir. GYO’ların faaliyet sahalarını belirleyen Tebliğ, onların hak ehliyetlerini daha birinci sırada daraltmaktadır. Doğaldır ki, GYO kurucuları, kuracakları GYO’nun esas sözleşmesini hazırlarken (ikinci sırada), Tebliğ’de çizilmiş olan çerçevenin tamamını, hazırlayacakları esas
10 sözleşmeye hasretmek zorunda değildirler. Tebliğ md. 25’te sayılan faaliyetlerin bir kısmına esas sözleşmesinde yer verilmeyen GYO’ların hak ehliyetleri, Tebliğ’dekine göre daha da daralmış olacaktır. En geniş hak ehliyeti, esas sözleşmesinde Tebliğ’e istisnalar tanınmamış, genel nitelikli GYO’ların olacaktır.

15 Her ne kadar Tebliğ’de açıkça ifade bulunmamış olsa da, GYO’nun belirli alanda faaliyet göstermek amacıyla kurulmuş olması ya da belirli bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla kurulmuş olması halinde hak ehliyeti yalnızca bu amaç seçiminden ötürü daha da daralmış olacaktır. Birinci halde hak ehliyeti yalnızca GYO’nun kuruluşunda belirlenen alana şamil olacak şekilde, ikinci halde de yalnızca
20 belirlenen projeye şamil olacak şekilde kendiliğinden daralmış olacaktır. Şayet belirli bir alanda ya da bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla bir GYO kurulmuşsa, bunların esas sözleşmelerinde başkaca bir kısıtlama olmadığı takdirde, Tebliğ’in 25. maddesinde sayılan faaliyetlerden, a ve k bentleri dışındaki tüm bentlerin başında
25 “GYO’nun belirlenen faaliyet alanına girdiği müddetçe ...” ya da “GYO’nun belirlenen projesinin faaliyet alanına girdiği müddetçe ...” ifadesi varmış gibi anlaşılması gerekmektedir. Aksi takdirde, sadece turizme ilişkin gayrimenkuller alanında faaliyet göstermek üzere kurulmuş bir GYO’nun, bir enerji santrali projesine yalnızca Tebliğ md. 25’te izin verildiği için yatırım yapabilmesi gerekir ki, böyle bir hukuki işlemin ortaklığın faaliyet sahası ile örtüşmediği aşikârdır.

¹⁷² **BAHTİYAR**, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, s. 60; **BELEN**, s. 121

GYO genel amaçlı, belirli alanda yatırım yapmak amaçlı ya da belirli bir projeye yatırım yapmak amaçlı kurulduktan sonra, bu faaliyet alanının değiştirilmesi, esas sözleşmenin GYO'nun amaç ve konusuna ilişkin hükümlerinin değiştirilmesi yoluyla mümkün olabilecektir¹⁷³.

SPK, belirli bir alanda yatırım yapmak amacı ile kurulabilecek GYO örneklerinden birini özel olarak düzenlemiştir. 29.01.2009 tarihinde yürürlüğe girerek, mevzuatta yerini alan Seri:VI, No:24 sayılı Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, belirli bir alanda yatırım yapmak amacıyla kurulmuş bir GYO türünü düzenlemektedir. Özellikle kamu kurumlarının da iştiraki ile kentsel dönüşüm projelerinin gerçekleştirilebilmesi amacıyla, GYO Tebliği'ne nazaran *lex specialis* niteliğinde hükümler ile sınırları çizilen bu kurumlara Seri:VI, No:24 sayılı Tebliğ'de uygulanacak hüküm bulunmadığı takdirde, öncelikle GYO Tebliği'nde yer alan hükümler uygulanacaktır. Gayrimenkul sektörünün çok sınırlı bir alanında faaliyet göstermek amacıyla düzenlenen bu kurum, kapsamı açısından ayrı bir çalışmanın konusu olabilecek nitelikte olduğundan, bu çalışmada söz konusu Tebliğ'e yalnızca, sonuç bölümünde yer alan genel değerlendirme kapsamında değinilecektir.

GYO'ların amaç ve konusu hakkında, son olarak Tebliğ'in GYO'ların faaliyet sahalarını belirlerkenki ifade biçimi üzerine ufak bir eleştiri getirmek gerekmektedir. Tebliğ'de hem GYO'nun yapabileceği faaliyetler (müspet şartlar) belirtilmiş, hem de yapmasının yasak olduğu şartlar (menfi şartlar) yer bulmuştur. Ne var ki, bu düzenleme şekli çok yerinde olmamıştır. Şöyle ki, genel düzenleyici işlem niteliğindeki Tebliğ'de, hem müspet, hem de menfi şartların yer alması, bu şartları içeren maddelerde hiç sözü edilmeyen faaliyetler açısından GYO'nun hak ehliyetini kuşkulu hale getirmiştir. Menfi şartlar müspet şartların bir kısmına istisna getirir

¹⁷³ **BAHTİYAR**, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, s. 72, 73, GYO kuruluşu STB iznine tabi bir ortaklık olduğundan bu esas sözleşme değişikliği de STB'nin iznine tabi olacaktır. Kanımca böyle bir esas sözleşme değişikliğinde, yalnızca STB izni değil, kuruluşta olduğu gibi SPK'dan uygun görüşün alınması gerekir. Çünkü aslında yalnızca belirli bir projeyi geliştirmek için kurulmuş olan GYO'nun, genel amaçlı GYO'ya dönüşmesi de bir nevi dönüşüm yolu ile GYO kurulması olarak değerlendirilebilir. SPK'nın uygun görüşü hakkında bk. 1.2.2.2.1 no'lu başlık altındaki açıklamalar.

nitelikli olsaydı hak ehliyeti kuşkulu kalmış olmayacaktı. Ne var ki, müspet ve menfi şartlar tamamen farklı konulara değinmektedir. Eğer Tebliğ'de yalnızca müspet şartlar yer almış olsa idi, bu durumda müspet şartların dışındaki diğer faaliyetlerin hepsinin yasak olduğu sonucuna ulaşabilirdik. Benzer şekilde, Tebliğ'de yalnızca menfi şartlar yer almış olsaydı, bu takdirde de yasaklanmayan tüm faaliyetlerin hak ehliyeti içinde olabileceği sonucuna ulaşabilirdik. Oysa Tebliğ'in bugünkü haliyle ne açıkça izin verilmiş ne de açıkça yasak olduğu ifade bulmuş faaliyetlerin, GYO'nun hak ehliyeti içinde olup olmadığı sorusuna, net bir cevap verebilmek mümkün değildir.

10 Kanımca tebliğ koyucunun iradesi müspet şartlar dışında kalan faaliyetlerin GYO'nun hak ehliyetine dâhil olmamasına yöneliktir. Zira Tebliğ'in 24. maddesinde GYO'nun yapamayacağı işler başlığı altında b bendinde *“Bu Tebliğ'de izin verilen işlemler dışında ticari, sınaî veya zirai faaliyetlerde bulunamazlar”* ifadesi yer almaktadır. Kanımca Tebliğ'de açıkça izin verilmedikçe GYO faaliyet sahasının genişletilemeyeceği ifade edilmesine rağmen, menfi şartların Tebliğ'de yer alması, GYO tarafından faaliyet sahasının içine alınmasından endişe edilen ve bunun kesinlikle arzu edilmediği sahalara vurgu yapmak amacını gütmektedir. Bu bağlamda, düzenleme şekli pek yerinde olmamakla beraber, ne müspet, ne de menfi şartlarda zikredilen faaliyetlerin, GYO'nun hak ehliyeti içine olmayacağı şeklinde yorumlamanın Tebliğ koyucunun iradesine uygun olacağı fikrindeyim.

1.2.1.2.3 Ortaklığın Asgari Sermayesi

Ortaklık sermayesinin ana sözleşmede belirtilmesi zorunludur. GYO bir anonim ortaklık olarak tek borç ilkesine tabidir¹⁷⁴. Buna göre pay sahibinin asıl yükümlülüğü sermaye borcunu ödemekten ibarettir, pay sahibine başka borç yükletilemez¹⁷⁵. Pay sahibinin ödemekle mükellef olduğu sermaye borcu ise,

¹⁷⁴ Tek borç ilkesi hakkında ayrıntılı açıklama için bk. **TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar, N. 1019 vd.

¹⁷⁵ Tek borç ilkesinin istisnası niteliğinde, pay sahibinin üzerinde bulunan tali yükümlülükler için bk. **TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar, N. 1075 vd.

edindiği payın itibari değeri kadardır. Her payın bir itibari değeri vardır¹⁷⁶. Bir anonim ortaklığın bütün paylarının itibari değerlerinin toplamı ise esas sermayeyi (GYO özelinde çıkartılmış sermayeyi) vermektedir. Esas sözleşmede gösterilmesi icap eden sermayenin, GYO'lar açısından asgari miktarı Tebliğ ile belirlenmiştir. Bu 5 asgari değerin enflasyon karşısında zamanla anlamını yitirmesi riskine karşı, asgari sermaye oranı SPK tarafından zaman zaman gncellenmektedir¹⁷⁷. Tebliğ'in 6. maddesinin A bendinin c alt-bendi uyarınca GYO'nun başlangıç sermayesinin asgari 10.000.000 TL olması gerekmektedir¹⁷⁸.

10 GYO Tebliği md. 6'nın 2008 yılındaki değişikliğinden evvel dnşim yolu ile kurulacak GYO'ların asgari başlangıç sermayesinden değil mevcut denmiş ya da çıkartılmış sermayesinden söz edilmekte idi. Buna göre ortaklığın dnşimden evvel kayıtlı sermayeye geçmiş olup olmadığına bakılarak iki kriter seçilmiş idi. 2008 yılında maddede yapılan değişiklikten sonra, GYO'ya dönüşmek için yalnızca 15 denmiş sermayenin değil aynı zamanda zsermayenin de asgari 10.000.000 TL olması şartı aranmıřtır¹⁷⁹. Ödenmiş sermayenin, GYO'ya dönüşmeyi talep eden esas sermayeli anonim ortaklıklar için sermayenin fiilen denmiş kısmı, kayıtlı sermayeli anonim ortaklıklar açısından çıkartılmış sermaye olarak anlaşılması gerekmektedir. Yani eski düzenlemede yer alan "mevcut denmiş ve çıkartılmış sermaye" ifadesi ile 20 yeni düzenlemede yer alan "denmiş sermaye" ifadesinin farklı kriterler getirdiği söylenemez. Bu erevede GYO Tebliği md. 6/f.I/b(B)/c'de yapılan değişiklik ile dnşimde aranan, ortaklıklar hukuku anlamındaki asgari sermaye koşulu açısından değişiklik getirilmemiştir.

¹⁷⁶ **TEKİNALP (Poroy/amoğlu)**, Ortaklıklar, N. 777 vd.

¹⁷⁷ Asgari sermaye tutarı her yıl yeniden değerleme oranı dikkate alınarak SPK'ca yeniden belirlendiği ve SPK Haftalık Bülteni aracılığıyla kamuya duyurulduğu hakkında bk. **ÇOLAK/ALICI**, s. 40

¹⁷⁸ Tebliğ'de yer alan "başlangıç sermayesi" ifadesinin tercihi GYO'nun kayıtlı sermayeli olması mecburiyetinden kaynaklanmaktadır. Başlangıç sermayesi ifadesi, kayıtlı sermaye sisteminde, anonim ortaklıkların asgari denmiş sermayeleri anlamında kullanılmaktadır.

¹⁷⁹ olak ve Alıcı, dnşim yoluyla GYO kuruluşlarında denmiş ya da çıkartılmış sermayenin asgari meblağa çıkartılması şartının dnşim talebinin SPK'ya verilmesinden evvel gerçekleştirilmesi gerektiğini uyarısında bulunmaktadır. Sermaye artırımını talebi ile birlikte dnşim talebinin SPK'ya verilemeyeceğini söylemektedir. Yazarlara göre önce sermaye artırım talebi yapılımalı, fiilen sermaye artırılmalı ardından dnşim talebinde bulunulmalıdır. bk. **ÇOLAK/ALICI**, s. 40

Ancak maddeye eklenen asgari öz sermaye koşulu ile muhasebe disiplini anlamında yeni bir asgari “*sermaye*” koşulu getirilmektedir. Muhasebe disiplininde tanımlanan “özsermaye” koşulu, dönüşüm yolu ile kurulacak GYO’lar açısından ek bir kriter olarak değerlendirilmelidir. Özsermaye VUK md. 192/f.IV’de tanımlanmaktadır. Kanuni tanıma göre, bir şirketin özsermayesi “*aktifleri toplamı ile borçları arasındaki fark*” hesap edilerek bulunmaktadır. 2008 yılındaki değişiklik ile Tebliğ, dönüşüm yolu ile kurulacak GYO’larda yalnızca mevcut ödenmiş ya da çıkartılmış sermayenin değil, aynı zamanda özsermayenin de asgari 10.000.000 olmasını aramaktadır. Kanımca dönüşüm yolu ile kurulacak GYO’lar için asgari ödenmiş sermaye kriterinin yanı sıra, asgari özsermaye kriterinin aranması yerinde olmuştur. Şöyle ki, örneğin inşaat işleri ile iştigal eden bir şirketin, ödenmiş sermayesi, 10.000.000 TL’den fazla olsa dahi, inşaat işlerinden kaynaklanan borçlarının fazla olmasından ötürü öz sermayesi 10.000.000 TL’nin altına düşmüş olabilir. Ani usulde yeni kurulan bir anonim ortaklıkta ise böyle bir risk yoktur, zira yeni kurulan ortaklığın bu oranda borcu olamayacağından, çoğunlukla öz sermayesi, başlangıç sermayesine eşit olacaktır.

1.2.1.2.4 Aynı Sermaye Taahhüdü

TTK sisteminde sermaye nakit¹⁸⁰ ya da ayın olarak ifa edilebilmektedir.¹⁸¹ Şirkete sermaye olarak ayın konduğu takdirde, bunun esas sözleşmede gösterilmesi zorunludur¹⁸². Sermaye piyasası hukukuna tabi anonim ortaklıklarda sermaye borcu kural olarak nakdi olarak ödenmektedir, ancak istisnai olarak ayın karşılığı sermaye

¹⁸⁰ Anonim şirketin niteliğine nakdi sermaye ödemenin daha uygun olduğu yönünde bk. Charles-Antoine **HOTZ**, *La Responsabilité Civile des Fondateurs de la Société Anonyme*, Neuchâtel 1945, s. 51, Nakdi sermaye koyma borcu hakkında ayrıntılı açıklama için bk. Celâl **GÖLE**, **Anonim Ortaklıklarda Nakdi Sermaye Koyma Borcu ve Bu Borcu İfada Temerrüt**, Ankara 1976, s. 31 vd., **TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar, N. 1024 vd.

¹⁸¹ TTK md. 139 hükmü, kanunda, özel hüküm niteliğinde, aksine bir düzenleme olmadığı takdirde sermaye olarak konulabilecek değerleri saymak yoluna gitmiştir. Anonim ortaklıklar gibi katı sermaye sistemine bağlı sermaye ortaklıklarında kişisel emek, ticarî itibar ve meslekli bilgi gibi bilançoda para ile kesin olarak belirlenmesi mümkün olmayan unsurların sermaye olarak konmasına olanak tanımamıştır. bk. TTK md.246/f.2, **POROY (Tekinalp/Çamoğlu)**, Ortaklıklar, N. 54; **BELEN**, s. 61, **HOTZ**, s. 54

¹⁸² Aynı sermayenin esas sözleşmede gösterilmesi zorunluluğunun, sermayenin korunması ilkesi çerçevesinde, ortaklığa yatırım yapacak olan kişilerin aynı sermaye konduğunu görerek, bu ayının değerinin doğru tespit edilip edilmediğinin bizzat kendilerince de değerlendirilmesine fırsat verilmesi açısından öngörüldüğü hususunda bk. **HOTZ** s. 12, 13

borcunun ödenmesi de kabul edilmiştir¹⁸³. Söz konusu istisna, yalnızca GYO'lar açısından 1999 yılında SerPK md. 36'ya eklenen bir fıkra vasıtasıyla getirilmiştir¹⁸⁴. Bu sebeple aşağıda GYO'lar açısından özellik arz eden aynı sermaye koyma borcu hakkında bilgi verilecektir¹⁸⁵.

- 5 GYO'lar açısından böyle bir istisna getirilmesinin sebebi, GYO bir kere kurulduktan sonra oluşturmak zorunda olduğu portföyünün gayrimenkul ağırlıklı olacak olmasıdır. Kanun bu değişikliklerle sermayenin toplanması esnasında portföyün oluşturulmaya başlanmasına imkân tanımak istemiştir. Sermaye olarak aynı konulması yalnızca portföyün oluşturulmaya başlanmasında GYO'ya zaman ve emek
- 10 tasarrufu sağlamakla kalmamakta, aynı zamanda vergi yükümlülüklerini de hafifletmektedir¹⁸⁶. Şöyle ki; GYO bugünkü düzenlemede sermaye olarak konulabilen bir aynı, sermayesini nakdi olarak topladıktan sonra, portföyünü oluştururken, satım sözleşmesi vasıtası ile alacak olsa idi, bu satım sözleşmesinden
- 15 ve/veya tapuda satış akdi yapma masraflarına da tabi olacak idi¹⁸⁷.

SerPK md. 36'da yer alan aynı sermaye koyabilme istisnasına göre, GYO sermayesinin bir kısmı aynı olarak ödenebilmektedir. Aynı sermaye konmasına

¹⁸³ Nakden ödeme kuralının Türk sermaye piyasası mevzuatında gelişimi için bk. **BAHTİYAR**, Aynı Sermaye, s. 89 vd.; **BAHTİYAR**, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, s. 75, Tam ve nakden ödeme ilkesi hakkında ayrıca bk. **GÜNAL**, s. 30

¹⁸⁴ 4487 sayılı kanunla eklenen fıkra "Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kuruluşlarında ve sermaye artırımlarında, Türk Ticaret Kanunu hükümleri çerçevesinde aynı sermaye konulabilir. Aynı sermaye karşılığı çıkarılacak senetlerin halka arz esasları Kurulca düzenlenir ve bunların devrinde Türk Ticaret Kanununun 404 üncü maddesi hükmü uygulanmaz" şeklindedir. Bu istisna tanınmadan evvel, GYO'lara aynı sermaye konulamıyor oluşu doktrinde eleştirilere uğramış idi. bk. **BAHTİYAR**, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları s. 75 vd.

¹⁸⁵ Sermaye koyma borcunun bir kısmının aynı olarak ifa edilmesi halinde kuruluşun mevzup kuruluş olduğu yönünde bk. **POROY (Tekinalp/Çamoğlu)**, Ortaklıklar, N. 483, Mehmet **BAHTİYAR**, "4487 Sayılı Kanun ile Sermaye Piyasası Kanununda Yapılan Değişiklik: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Aynı Sermaye Olanakları", **Prof. Dr. Tahir Çağa'nın Anısına Armağan**, İstanbul 2000, s. 98, **HOTZ**, s. 9

¹⁸⁶ **ÇOLAK/ALICI**, s. 42

¹⁸⁷ Aynı sermaye olarak konan gayrimenkule dayalı aynı hakların devrinde resmi şekil şartının aranmamaktadır. Aynı sermaye koyma niteliği bulunmayan gayrimenkul devirlerinde, TTK md. 140'daki şekil şartı istisnasından yararlanılamayacağı yönünde bk. Hüseyin **ÜLGEN**, "Ticaret Şirketlerine Sermaye Olarak Konulan Mülkiyet ya da Mevcut ya da Tesis Edilecek Diğer Aynı Hakların Tescilini Kim/Kimler İsteyebilir?", **İktisat ve Maliye**, C. XXXII, Sayı 1, 1985, s. 63, Erdoğan **MOROĞLU**, "Ticaret Ortaklıklarına Sermaye Olarak Taşınmaz Mal veya Bunun Üzerindeki Bir Aynı Hakkın Konulması Taahhüdü", **Makaleler I**, İstanbul 2001, s. 31

ilişkin ayrıntılı düzenleme Tebliğ'e bırakılmıştır¹⁸⁸. Tebliğ md. 6 uyarınca başlangıç sermayesi (ya da dönüşüm yoluyla kurulacak GYO'ların ödenmiş sermayesi) 50.000.000 TL'den az olan GYO'nun hisse senetlerinin asgari % 10'unun, başlangıç sermayesi (ya da dönüşüm yoluyla kurulacak GYO'lar için ödenmiş sermayesi) 50.000.000 TL'den fazla olan GYO'nun ise, hisse senetlerinin asgari 5.000.000 TL'sinin nakit karşılığı çıkartılmış olması gerekmektedir¹⁸⁹.

Sermaye piyasası kurumlarında hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkartılıyor olmasının önemi büyüktür, zira bu kurumlarda küçük yatırımcının korunması esaslı bir ilke olup, bu ilke doğrultusunda, sermayenin korunması da ayrıca önemlidir. Sermaye piyasası yatırımcıları, nakdi ödeme yönteminin tercih edilmesiyle, ayının değerlemesinde oluşabilecek hatalardan korunmak istenmiştir¹⁹⁰.

Sermayenin Tebliğ ile şart koşulan asgari kısmının nakit karşılığı olarak çıkartılmış olması halinde, bundan başka çıkartılacak hisse senetlerinin ayın karşılığı çıkartılması mümkün olacaktır. Klasik anonim ortaklıklarda ayın karşılığı çıkartılan hisse senetlerinin, kuruluştan itibaren iki yıl boyunca devirleri şirkete karşı ileri sürülememektedir¹⁹¹. Ne var ki, SerPK md. 36/f.3, devir yasağını öngören TTK md. 404'ü GYO'lar açısından müstesna saymıştır. Böylece, GYO'larda sermaye koyma borcu, ayın karşılığı ifa edilse dahi hisse senetleri her an devredilebilir, bu devir ve devirle intikal eden haklar GYO'ya karşı ileri sürülebilir. Dönüşüm yoluyla GYO kurulması halinde, TTK md. 404 istisnası ancak şirketin resmi olarak GYO'ya dönüşümünden sonra uygulanacaktır¹⁹². Dönüşüm yoluyla kuruluştan önce sermaye artırımının yapılması, ardından dönüşüm talebinden bulunulması gerekmektedir. GYO'ya dönüşümden önceki sermaye artırımında aynı sermaye konması halinde TTK uyarınca 2 yıl boyunca payın devrinin kısıtlanması zorunluluğu, ancak şirketin

¹⁸⁸ GYO'lara aynı sermaye konması hususunda, Tebliğ ile düzenlenmeyen haller için TTK'da yer alan genel hükümlere baş vurulacaktır.

¹⁸⁹ http://www.spk.gov.tr/mevzuat/pdf/Bolum_4/4_6_1_1_SeriVI_No11.pdf son ziyaret tarihi 23.08.2009

¹⁹⁰ GÜNAL, s. 30 Ne var ki, ortaklık yatırımcı ve alacaklılarının korunması açısından nakdi ve aynı sermaye arasında fark olmadığını savunan yazarlar da vardır. Bk. BAHTİYAR, Aynı Sermaye, s. 89

¹⁹¹ TTK md. 404'teki yasağın sermayenin korunması ilkesi çerçevesinde getirildiği ve bu ilkenin TTK md. 307'de yer alan aynı sermaye koyan pay sahibin sorumluluğu ile desteklendiği yönünde bk. TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar, N. 773

¹⁹² ÇOLAK /ALICI, s. 42

GYO'ya dönüştüğü andan itibaren ortadan kalkacaktır. Bu tarihten evvel şirket hala GYO Tebliği'ne tabi olmadığından, devir yasağı aynı sermaye için geçerli olmaya devam edecektir.

5 SerPK md. 36/f.son ile düzenlenen istisnalardan bir diğeri de, SerPK md. 7/f.III'te düzenlenmiş olan kurala getirilmiştir. SerPK md. 7/f.III uyarınca, halka arz edilen hisse senetlerinin mutlaka nakit karşılığı çıkartılmış olması gerekmektedir. SerPK md. 36/f.son'da GYO'lara özel olarak getirilen istisnaya göre, aynı sermaye karşılığı çıkartılan hisse senetleri, mevcut hisse senetlerinin halka arzı yöntemiyle devredilebilecektir.

10 Tebliğ'in 9A maddesinin ikinci fıkrası uyarınca, aynı sermaye koyma TTK çerçevesinde yapılacaktır. Tebliğ'in adı geçen hükmü, bizi TTK md. 303/f.1'e göndermektedir. Buna göre, aynı sermaye konmak istendiğinde, kurucuların ticaret mahkemesine başvurarak aynı değerinin saptanmasını talep etmeleri gerekmektedir. Bu saptama mahkemece atanan bilirkişi aracılığıyla yapılacaktır. Tebliğ hükmünce, 15 kurucuların, ayrıca SPK tarafından listeye alınmış bir gayrimenkul değerlendirme şirketinden gayrimenkul değerlemesi istemesi de gerekmektedir (Tebliğ md. 9A/f.V). Mahkemece atanan bilirkişinin tespit ettiği değer ile gayrimenkul değerlendirme şirketinin tespit ettiği değer arasında, düşük olanın esas alınacağı Tebliğ'de hükme bağlanmıştır.

20 Düşük olan değer esas alınacağına hükme bağlanmasında, yatırımcıyı korumak mülahazası vardır. GYO Tebliği uygulaması dışında da bilirkişi tarafından tespit edilen değer altında ayın devralınabileceği kabul edilmektedir¹⁹³. Bu çerçevede, değerlendirme şirketi raporu ile bilirkişi raporları arasında düşük olan değer esas alınması kuralında, bir adım ileri gidip, bunların arasında düşük olan değer 25 dahi altında bir rakam üzerinde tarafların anlaşmasının mümkün olduğunu, sözleşme özgürlüğü çerçevesinde söyleyebiliriz. Nasıl ki, TTK sisteminde kurulan bir ortaklıkta, bilirkişinin belirlediği rakamdan daha düşük bir rakama anlaşılabilirse,

¹⁹³ İMREGÜN, Anonim Ortaklıklar, s.45, BAHTİYAR, Aynı Sermaye, s. 99, BELEN, s. 71

burada da iki değerden düşük olanının da altında bir rakama tarafların anlaşabileceğini kabul etmek gerekmektedir.

Kanımca, SPK'nın yatırımcının korunması mülahazası çerçevesinde, aynı sermayenin değerlemesini, gayrimenkul değerlemeleri konusunda uzmanlaştığını tespit ve tetkik ettiği kişilere, listeye alınmış gayrimenkul değerlendirme şirketlerine, vermesi anlaşılabilir bir yaklaşımdır. Nitekim, GYO'nun SPK tarafından denetlenmesinde, ekspertiz raporlarına güven esastır¹⁹⁴. SPK, gayrimenkul değerlendirme şirketlerinin, uzman kimselerden oluşmasını sağlayabilmek ve güvenilirliğinden emin olmak için düzenleme ve denetlemeler yapmaktadır. Bu işlemlerin ve denetlemenin, SPK'ya en güvenilir bilgiye ulaşmak konusunda bir yararı olduğu kadar, bir maliyeti de vardır. GYO Tebliği'nin, SPK'nın gayrimenkul değerlemesi için yaptığı çalışma ve masraf sanki hiç yapılmamış gibi mahkeme tarafından atanacak bir bilirkişi raporunu, ekspertiz raporuna eş görmesi ve bunları karşılaştırması, zaman ve masrafın boşa harcanması demek olacaktır.

Açıklamalarımızı bir örnek ile netleştirmek gerekirse, X GYO şirketine A kişinin aynı sermaye niteliğinde bir gayrimenkul koyduğunu düşünelim. Mahkemenin atadığı bilirkişi, aynı 90 birim değerde, gayrimenkul değerlendirme şirketi ise 100 birim değerde olduğunu tespit etmiş olsun. Bu durumda, Tebliğ hükmüne göre 90 birimlik bilirkişi tespiti tercih edilecek ve yatırımcı A'ya 90 birim karşılığı hisse senedi verilecektir. Kanımca bilirkişi ile gayrimenkul değerlendirme uzmanının raporunun karşılaştırılmasında menfaat yoktur. Zira karşılaştırma sonucunda ya bilirkişinin gerçeğe aykırı bir rapor hazırladığını ya da SPK'nın özenle denetleyip listelediği uzmanların aslında o kadar da uzman olmadıklarını kabul etmek gerekecektir. Üstelik her bir aynı sermaye taahhüdünde, SPK'nın listeye aldığı gayrimenkul değerlendirme şirketi masrafına, bilirkişi masrafı da eklenecek, bu da aynı sermaye taahhüdünün maliyetini artıracaktır.

¹⁹⁴ Bk. 2.4.1.2.2 no'lu başlık altındaki açıklamalar.

De lege feranda, Tebliğ’de öngörülen bu anlamsız rapor karşılaştırması ile, gerek SPK’nın gayrimenkul değerlendirme şirketlerini listeleme faaliyetini amaçsızmış gibi göstermek, gerek aynı sermaye taahhüdünün maliyetlerini artırmak yerine, aynı değerinin belirlenmesi için Ticaret Mahkemesi’nin atayacağı bilirkişinin, mutlaka

5 SPK tarafından listeye alınmış bir gayrimenkul değerlendirme şirketi olması gerektiği hükme bağlanabilir¹⁹⁵. Böylece hem iki ayrı raporun hazırlanması ile fazladan zaman ve para kaybı önlenmiş olur, hem de SPK’nın yapmış olduğu gayrimenkul değerlendirme şirketlerini listeleme faaliyeti amacına ulaşmış olur.

Tebliğ her türlü aynı GYO’lara sermaye olarak konmasına cevaz vermemiştir.

10 Tebliğ md. 9A/f.IV yalnızca GYO’nun portföyünü oluşturabilecek nitelikte saydığı “*üzerinde ipotek bulunmayan veya gayrimenkulün değerini doğrudan ve önemli ölçüde etkileyecek nitelikte herhangi bir takyidat şerhi olmayan bina, arsa, arazi ve buna benzer nitelikteki gayrimenkuller ile gayrimenkuller üzerindeki sair aynı hakların*” aynı sermaye olarak konmasına izin vermektedir¹⁹⁶. Hüküm, kanun (TTK

15 md. 139) ile getirilen imkânlarla sınırlama getirmektedir. Bir kanun hükmüne, idari düzenleyici işlemle istisna getirilmesi, hukuk ve yasama tekniği açısından yerinde olmamıştır¹⁹⁷. Kanımca, GYO’ya aynı sermaye olarak konabilecek kalemler, bir kanun maddesi ile sınırlandırılabilir ve bu sınırlama GYO’nun gayrimenkulden oluşan portföyünde yer almasına GYO Tebliği md. 25 ile izin verilen her yatırım

20 kalemine de izin verecek oranda genişletilmelidir. Ne var ki, bugün aynı sermaye olarak yalnızca “*üzerinde ipotek bulunmayan veya gayrimenkulün değerini doğrudan ve önemli ölçüde etkileyecek nitelikte herhangi bir takyidat şerhi olmayan bina, arsa, arazi ve buna benzer nitelikteki gayrimenkuller ile gayrimenkuller üzerindeki sair aynı haklar*” konabilmektedir.

25 GYO’ya sermaye olarak taahhüt edilebilecek ayınlara, Tebliğ md. 9A/f.IV hükmüyle getirilen sınırlamanın, belirli alanda faaliyet gösteren ve belirli bir projenin

¹⁹⁵ Benzer şekilde, aynı sermaye taahhütlerinde gayrimenkulün değerinin belirlenmesi hususunda ekspertiz şirketlerinin yetkilendirilmesi gerektiği yönünde bk. **BAHTİYAR**, Aynı Sermaye, s. 101

¹⁹⁶ Söz konusu sınırlamalar aşağıda, sermaye başlığı 2.2 no’lu başlık altında değerlendirilmiştir.

¹⁹⁷ Aynı yönde bk. **BELEN**, s. 72, Yazar, kanun hükmüne Tebliğ ile sınırlama getirilemeyeceği kuralı gereği, “*AO’ya sermaye olarak konulabilecek her şey, GYO’ya da aynı sermaye olarak konulabilecektir*” sonucuna varmaktadır.

gerçekleştirilmesi için kurulan GYO'lar için de aynı şekilde mi yoksa yatırım alanları ile sınırlı olarak mı uygulanacağı hususu üzerinde durmak gerekmektedir. Belen, GYO'nun faaliyet alanına ya da projesi dâhiline girmeyen bir ayının sermaye olarak konulabileceği görüşündedir¹⁹⁸. Yazara göre, sermaye olarak konan her ayının portföye dâhil edilmesi zorunlu değildir¹⁹⁹. Sermaye olarak getirilen bir kısım ayının yalnızca satım karı elde edilerek, GYO malvarlığına fayda sağlayabileceği yazarca savunulmaktadır. Kanımca böyle bir yorum kanun koyucunun iradesine uygun düşmemektedir. Zira SerPK md. 36'ya sonradan eklenen ve genel kurala istisna getiren hüküm, esas itibariyle GYO'nun portföyünü oluşturmasını kolaylaştırmak amacıyla gütmemektedir. İstisna hükümlerinin dar yorumlanması gerektiği akılda tutularak, kanun koyucunun *ratio legis'inin* dışında kalan aynı sermaye taahhüdünün GYO tarafından kabul edilmemesi gerekmektedir. Özetle, belirli alanda faaliyet gösteren GYO'lar ile belirli bir projenin gerçekleştirilmesi için kurulan GYO'lara yalnızca bu faaliyet alanları ile ilgili ayınlar aynı sermaye olarak konulabilmelidir.

15 Tebliğ'in bu düzenlemesine ilişkin olarak yapacağım genel nitelikli son eleştiri maddenin ifadesine ilişkindir. Madde kanun (mevzuat) yapma tekniği açısından uygun olmayan bir ifade tarzı içermektedir. Maddenin birinci kısmında, hangi hakların aynı sermaye olarak konulacağı belirtilirken ("*aynî sermaye olarak **ancak** ... konabilir*"), ikinci kısmında hangi hakların aynı sermaye olarak konulamayacağı

20 ("*... **bunlar dışında kalan** ... aynî sermaye olarak konulamaz*") belirtilmiştir. Bu ifade tarzı kendini tekrar eder niteliktedir, şöyle ki, **ancak** bazı kelimeler aynı sermaye olarak konabiliyorsa, zaten **bunlar dışında kalan** kelimeler sermaye olarak konulamayacak demektir. Kanun koyucunun tekrarlardan kaçınan ifade tarzlarını benimsemesi, Tebliğ'in ifade kalitesini de artıracaktır.

25 İfade seçimindeki benzer bir özensizliği, yine aynı fıkrada bulmaktayız; fıkra "*... nitelikteki gayrimenkuller ile gayrimenkuller üzerindeki **sair** aynı hakların*" aynı sermaye olarak konabileceğini hükme bağlamaktadır. Bu cümledeki "*sair*"

¹⁹⁸ BELEN, s. 66

¹⁹⁹ BELEN, s. 72 Yazar, aynı sermaye olarak GYO malvarlığına giren her eşyanın portföyde yer alması zorunluluğunun olmaması argümanından yola çıkarak, Tebliğ'de getirilen aynı sermaye kalemlerindeki sınırlamanın "*gereksiz bir daraltma*" olduğunu ifade etmektedir.

kelimesinin kullanım biçiminden “gayrimenkulün” de bir aynı hak olduğu gibi bir sonuca varılmaktadır ki, bu çıkarsama doğru değildir. Gayrimenkul bir aynı hak, hatta bir hak değil, üzerinde aynı haklar kurulabilen bir eşyadır. Dolayısıyla, tebliğ koyucunun ifadesi yerinde değildir. Bu cümlenin “... *gayrimenkul mülkiyeti ile* 5 *gayrimenkul üzerindeki sair aynı hakların ...*” şeklindeymiş gibi okunması icap etmektedir.

Tebliğ ile getirilen aynı sermaye sınırlamalarına yukarıda ifade ettiğimiz genel nitelikli yorumlardan sonra, Tebliğ’in izin verdiği aynı sermaye kalemlerine daha 10 yakından bakabiliriz. Hatırlatmak gerekirse, Tebliğ “*üzerinde ipotek bulunmayan veya gayrimenkulün değerini doğrudan ve önemli ölçüde etkileyecek nitelikte herhangi bir takyidat şerhi olmayan bina, arsa, arazi ve buna benzer nitelikteki gayrimenkuller ile gayrimenkuller üzerindeki sair aynı hakların*” aynı sermaye olarak konulabileceğini ifade etmektedir. Bazı ön şartları şimdilik bir kenara 15 bırakırsak, yalnızca gayrimenkul üzerinde kurulan aynı hakların aynı sermaye olarak konabileceğini anlıyoruz. GYO’nun kurulmasından hemen sonra, portföyünü oluşturmaya başlamak zorunda olduğu ve portföyünün gayrimenkuller, gayrimenkullere dayalı haklar ve gayrimenkul projelerine dayalı olması gerektiği (Tebliğ md. 27/f.I/b(a)) düşünüldüğünde, gayrimenkule dayalı aynı hakların aynı 20 sermaye olarak konulabiliyor olması yerindedir. Tebliğ’in portföy kalemlerine ve aynı sermaye kalemlerine ilişkin iki hükmünün karşılaştırmasında, gayrimenkul projelerinin (gayrimenkul üzerinde aynı ya da nispi hak ile birlikte bir takım fikri hakları ve alacak haklarını da içinde barındıran bir bütün olarak gayrimenkul projelerinin) aynı sermaye olarak konmasına izin vermediğini görüyoruz. Kanımca, 25 tebliğ koyucunun gayrimenkul projelerinin aynı sermaye olarak konmasına cevaz vermemesi yerindedir. SerPK’nın, yatırımcının korunması mülahazasıyla, yalnızca istisnai olarak aynı sermayeye izin verdiğini biliyoruz. Üstelik Tebliğ, sermaye olarak konan aynı iktisadi değerinin belirlenmesinde ayrıca titiz davranmıştır. Bu haklı eğilimler göz önünde bulundurulduğunda, değerinin belirlenmesi nispeten 30 mümkün olan gayrimenkule dayalı aynı haklar için tanınan istisnanın, nitelikleri itibarıyla ünük olan ve bu yüzden iktisadi değerinin belirlenmesi daha zor ve yanılmalara sebebiyet verebilecek nitelikte olan, gayrimenkule dayalı projelere tanınmaması anlaşılabilir ve yerinde bir yaklaşımdır.

Hükmün incelenmesinde bir adım daha ilerleyelim ve hangi gayrimenkullerin aynı sermaye olarak konabileceğini tespiti çalışalım. Tebliğ, aynı sermaye olarak konacak gayrimenkullere bir sınırlama getirmiş gibi görünmektedir. Şöyle ki, Tebliğ

5 hükmünün sınırlamasına göre gayrimenkullerden yalnızca “*bina, arsa, arazi ve buna benzer nitelikteki gayrimenkuller*” aynı sermaye olarak konabilecektir. Tebliğ koyucunun gayrimenkullere ilişkin bu düzenlemesinin Medeni Kanunun sistematigi ile bağdaştırılması mümkün değildir. Hükmün ifade tarzından, “bina” ve “arsa” ifadelerinden bunların birer çeşit gayrimenkul tipi olduğu zannına ulaşılmaktadır.

10 Sanki Tebliğ vasıtasıyla yeni gayrimenkuller ihdas edilerek, Medeni Kanunumuzda sınırlı sayıda sayılanlara eklenmek istenmekte gibidir²⁰⁰. Tebliğ ile yeni gayrimenkul ihdas edilemeyeceği aşikârdır. Bina, bir gayrimenkul üzerinde bulunan ve kaderi üzerinde bulunduğu gayrimenkulün kaderine tabi olan²⁰¹ bir mütemmim cüz niteliğindedir²⁰². Aynı şekilde “arsa” ifadesi de MK’da *numerus clausus* olarak

15 sayılmış gayrimenkullerden değildir. Arsa kavramı 1983 tarihli bir Bakanlar Kurulu kararı ile tanımlanmış olup, gayrimenkul tiplerinden arazinin bir idari görünümüdür²⁰³. Bu sebeple arsa ifadesi de gayrimenkul tiplerinden arazi olarak değerlendirilecektir²⁰⁴. Belirtmek gerekir ki yaptığımız bu ayırım gayrimenkul tipleri

20 açısından, yoksa bir tür arazi olan arsa da Tebliğ hükmü uyarınca aynı sermaye olarak konulabilenler arasında düşünülmelidir.

²⁰⁰ bk. MK md. 704

²⁰¹ Üst arza tabidir kuralı.

²⁰² Bina, bir üst hakkına konu olup, bu üst hakkının bağımsız ve sürekli bir hak olması durumunda, tapu kütüğünde bu hakka ayrıca bir sayfa açılması yoluyla gayrimenkul gibi işlem görmesi mümkündür. Ancak bu ihtimalde dahi gayrimenkul gibi işlem görenin bina değil, üst hakkı olduğu yönünde bk. **BELEN**, s. 73

²⁰³ Arsa tanımı 28.02.1983 tarih ve 83/6122 sayılı “Arsa Sayılacak Parsellenmemiş Arazi Hakkında Bakanlar Kurulu Kararı”nda yapılmıştır. Buna göre arsa “a) Belediye ve mücavir alan sınırları içinde imar planı ile iskân sahası olarak ayrılmış yerlerde bulunan, b) Belediye ve mücavir alan sınırları içinde bulunup da bu imar planı ile iskân sahası olarak ayrılmamış olmakla beraber fiilen meskûn halde bulunan ve belediye hizmetlerinden faydalanmakta olan yerler arasında kalan, parsellenmemiş arazi ve arazi parçaları arsa sayılır. Ancak, bu yerlerdeki arazi ve arazi parçaları zirai faaliyette kullanıldıkları takdirde arsa sayılmaz. c) Belediye ve mücavir alan sınırları dışında olup da konut, turistik veya sınaî tesis yapılmak amacıyla, her ne şekilde olursa olsun parsellenen ve tapuya bu yola şerh verilen arazi ve arazi parçaları, d) Belediye ve mücavir alan sınırları dışında olup da deniz, nehir, göl ve ulaşım yolları kenarında veya civarında bulunması veya sınaî veya turistik önemi yahut hızlı şehirleşme faaliyetleri dolayısıyla ve İmar ve İskân Bakanlığının önerisi üzerine Bakanlar Kurulu Kararı ile belirlenen alanların sınırları içinde, imar planı ile iskân sahası olarak ayrılan yerlerdeki arazi ve arazi parçaları, arsa sayılır.” hükmü ile tanımlanmaktadır.

²⁰⁴ **BELEN**, s. 74, Betülâyet **KAÇIRA**, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, İstanbul 2009, s. 32

Özetle, Tebliğ'in saydığı ilk iki kalem, teknik hukuk açısından aynı sermaye olarak konabilecek unsurlara işaret etmemektedir. O halde Tebliğ hükmünün sınırlı sayıda sayma yoluna gittiği kalemlerden, aynı sermaye olarak konulabilecek tek kalem olarak "arazi" kalmaktadır. MK md. 704'te tahdidi olarak sayılan diğer iki gayrimenkul tipini ise, Tebliğ hükmü, ilk bakışta nazara almamış gibi gözükmemektedir.

Bir adım daha ilerleyip "*bina, arsa ve araziye benzer nitelikli gayrimenkuller*" ifadesinden ne anlaşılması gerektiğini açmaya çalışalım. Bina ve arsa, yukarıda açıkladığımız üzere gayrimenkul tipleri olmadığından, araziye benzer nitelikli bir gayrimenkul aramamız gerekecektir ki, *numerus clausus* sistemine dayanan eşya hukukumuzda araziye benzer başka bir gayrimenkul tipi bulmak mümkün değildir²⁰⁵. MK md. 704'te üç kalem gayrimenkul çeşidi tanımlanmıştır, bunlar; arazi (i), kat mülkiyetine tabi bağımsız bölüm mülkiyeti (ii) ya da tapu kütüğüne bağımsız ve sürekli hak niteliğinde kaydedilen ve ayrı sayfa açılan sınırlı aynı haklar (iii). Son iki kalemden hiçbiri araziye benzer nitelikte değildir²⁰⁶.

Belen, çok isabetli bir tespitle en azından, Tebliğ'de yer alıp gayrimenkul portföyüne alınabilecek değerlerden, gayrimenkul niteliğini haiz olanların aynı sermaye olarak konulabiliyor olması gerektiğini savunmaktadır²⁰⁷. Kanımca da yazarın görüşü eşya hukukunun getirdiği sisteme ve aynı sermaye konabilme istisnasının getiriliş amacına uygun düşmektedir. Bu istisna portföyün daha kısa zamanda ve daha az masrafla kurulmasını amaçlamaktaysa, portföye konulabilecek her türlü gayrimenkulün de aynı sermaye olarak konabilmesi, mantıklı ve amaca uygun olacaktır. Bu doğrultuda, araziye benzeme şartı aranmaksızın, portföye konabilecek her türlü gayrimenkul kalemi, aynı sermaye olarak konulabilmelidir.

²⁰⁵ BELEN, s. 74

²⁰⁶ KAÇIRA, s. 33. Kaçira, "benzer nitelikteki gayrimenkuller" ifadesinden gayrimenkul projeleri ve gayrimenkule dayalı hakların anlaşılması gerektiğini savunmaktadır. Yazarın görüşü aynı sermaye olarak konabilecek ve portföyde yer alması muhtemel kalemlerden olması sebebiyle GYO'nun imkânlarını genişletici nitelikte olmakla birlikte, kanuni bir dayanaktan yoksundur.

²⁰⁷ Yazar görüşünü açıklıkla şu şekilde ifade etmiştir; "... en azından yatırım konusu yapılabilecek her malvarlığı kalemi, aynı sermaye olarak da GYO malvarlığına girebilmelidir." bk. BELEN, s. 75.

Tebliğ'in 9/A maddesi aynı sermaye olarak konulabilmek için bir ön şart olarak, yukarıda açıkladığımız gayrimenkullerin “*üzerinde ipotek bulunmayan veya gayrimenkulün değerini doğrudan ve önemli ölçüde etkileyecek nitelikte herhangi bir takyidat şerhi olmayan*” nitelikte bulunması şartını aramıştır. Sınırlamanın iki ayrı aşamada incelenmesi gerekmektedir. Bunlardan birincisi, üzerinde ipotek bulunmayan gayrimenkuller, diğeri ise üzerinde gayrimenkulün değerini doğrudan ve önemli ölçüde etkileyecek herhangi bir takyidat şerhi bulunmayan gayrimenkullerdir. Tebliğ'in bu düzenlemesinden anlaşılan ipoteğin *ipso jure* gayrimenkulün değerinde doğrudan ve önemli ölçüde etkili olduğudur. Tebliğ ifadesine göre, ipotek gayrimenkulün değerini zaten doğrudan ve önemli ölçüde etkilediğinden, bu iki kriter, üzerinde ipotek bulunan gayrimenkullerde aranmaksızın, gayrimenkulün aynı sermaye olma olanağını ortadan kaldıracaktır.

Kriterlerin tek tek incelenmesine geçmeden evvel, ipotekli gayrimenkulün durumuna bir göz atalım. GYO'ya aynı sermaye olarak konmak istenen gayrimenkul, söz konusu GYO için oldukça değerli bir yerde olup, üzerindeki ipotek de gayrimenkulün değerine göre çok düşük bir meblağ için verilmiş olabilir. Bir gayrimenkul üzerindeki ipoteğin, ilgili gayrimenkulün değerini düşüreceği tartışmasızdır. Ancak gayrimenkulün değerindeki bu azalma, zaten aynı sermayenin değerinin tespitinde (bugünkü sistemimizde) gerek mahkemenin atayacağı bilirkişi, gerekse SPK'ca listeye alınmış bir gayrimenkul değerlendirme şirketi tarafından göz önünde bulundurulacaktır. Dolayısıyla gayrimenkuldeki değer düşüklüğü ne GYO'nun aleyhine, ne de yatırımcısının aleyhine bir durum yaratacaktır. Bu noktadan hareketle, üzerindeki ipotek sebebiyle değerinde bir düşüş olan gayrimenkul, değerindeki azalmaya rağmen GYO portföyü için tercih edilebilecek önemde ise, yani portföye önemli bir katma değer kazandıracak ise, yalnızca üzerinde ipotek olması, söz konusu gayrimenkulün aynı sermaye olmasına engel teşkil etmemeli kanaatindeyim. Ne var ki, Tebliğ'in bugünkü şekliyle, üzerinde ipotek bulunan bir gayrimenkulün, GYO için ne kadar değerli olursa olsun aynı sermaye olarak konmasına imkân yoktur. GYO'nun zaman ve maliyet riskini üzerine alarak, imkânı varsa, kurulduktan sonra söz konusu gayrimenkulü edinmesi gerekecektir.

Tebliğ’de düzenlenen ikinci sınırlama, ipotek dışındaki takyidatların gayrimenkulün değerinde doğrudan ve önemli derecede etkili olması ihtimalidir. Bu halde de, ilgili gayrimenkul, aynı sermaye olarak konamayacaktır. Öncelikle “*takyidat*” ifadesinden ne anlaşılması gerektiğini açıklayıp, ardından gayrimenkulün 5 değerini “*doğrudan etkileyen takyidat*” ve “*önemli derecede etkileyen takyidat*” ifadelerinin açıklanmasına geçelim. Bir gayrimenkul üzerindeki takyidat ile kastedilen, ilgili gayrimenkulün üzerinde mülkiyetten kaynaklanan yetkilerinden (*usus, fruktus, abusus* yetkilerinden) biri ya da birkaçının, tapu sicilinde tescil edilen bir sınırlı aynı hak ya da bir nispi hak vasıtasıyla sınırlandırılmasıdır. Bu tanımdan 10 yola çıkarak, her türlü takyidatın gayrimenkulün değerinde bir azalmaya sebep olacağı kesindir, zira malikini bir takım hakları kullanmaktan alıkoymaktadır. Gayrimenkulün değerini “önemli derecede etkileyen takyidat” ise, kanımca, gayrimenkulün maliki için ifade ettiği değeri neredeyse sıfıra indiren ya da malike sağlayacağı yararları gayrimenkulün maliyetine nazaran oldukça azaltan sınırlamalar 15 olarak yorumlanmalıdır. Tebliğ’in ifadesi gereği bu şart ile beraber (kümülatif olarak) aranacak bir diğer şart ise gayrimenkulün değerine “*doğrudan etkili takyidattır*”. Bu ikinci kriterde hangi unsurların aranması gerektiği anlaşılammamaktadır. Bir gayrimenkul üzerinde kurulabilecek, gerek sınırlı aynı hak, gerekse tapu kütüğüne şerh verilmiş nispi hak niteliğindeki takyidatların hepsi, 20 gayrimenkulün değeri üzerinde mutlaka doğrudan etkili olacaktır. Dolayısıyla, bu ifade ile aynı sermaye konması için gözden geçirilecek şartlara bir yenisi eklenmemektedir.

Tebliğ’in, aynı sermaye olarak konulabileceğini hükme bağladığı bir diğer 25 kalem ise gayrimenkuller üzerinde kurulabilecek sınırlı aynı haklardır. Tebliğ, bir sınırlı aynı hak ya da tapuya şerh verilmiş nispi hak ile sınırlandırılmış mülkiyet hakkında olduğu gibi, aynı sermaye olarak konulabilecek sınırlı aynı haklara sınırlamalar getirmemiştir. Buna göre her türlü sınırlı aynı hak gayrimenkule aynı sermaye olarak konabilecektir. Yani üst hakları, irtifak hakları, kaynak irtifakları, kat 30 irtifakları, vs. başkaca bir kriter aranmaksızın, GYO’ya aynı sermaye olarak getirilebilmektedir. Aynı sermayeye ilişkin Tebliğ md. 9A/f.IV’de bahsi geçmemiş olmasına rağmen, aynı sermaye olarak konabilecek sınırlı aynı haklara, Tebliğ md.

28 hükmü gereğince bir sınır konması gerektiğini düşünmekteyim. Şöyle ki, yukarıda da açıklandığı üzere, sermaye piyasası kurumlarından yalnızca GYO'lara aynı sermaye konmasına yönelik bir istisna tanınmasının yegâne sebebi, gayrimenkul portföylerinin oluşturulmasında kolaylık sağlanmasıdır. Tebliğ md. 28. uyarınca

5 tapuda ayrı bir sayfaya *bağımsız ve daimi bir hak olarak kaydedilmemiş* intifa, devre mülk irtifakı ve üst hakkının gayrimenkul portföyünde bulunmasına olanak tanınmadığından, bunların, portföyün oluşturulmasında bir kolaylık olarak öngörülmüş olan aynı sermaye imkânından yararlanılarak GYO'ya devredilmesine de imkân tanınmamalıdır.

10 GYO portföyü ancak belli miktarda menkul kıymet ve sermaye piyasası aracı²⁰⁸ barındırabilmektedir. *De lege feranda*, GYO'lara hisse senetleri ve sermaye piyasası araçlarının da, sermaye yapılarında belirtilen sınırları aşmamak kaydıyla, aynı sermaye olarak konabilmesi gerekirdi. Belen'e göre, bu tür değerlerin, regüle piyasalarda işlem görmeleri ve mütemediyen SPK denetiminde olmaları sebebiyle,

15 iktisadi değerlerinin tespit edilmesi, diğer aynı sermaye kalemlerine göre daha da kolay ve güvenilir olacaktır²⁰⁹. Aynı olarak konabilecek menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarının, iktisadi değerinin belirlenmesi hususunda, Belen'e katılmamak mümkün değilse de aynı sermaye imkânını genişletici nitelikte yorumlar yapmadan evvel, yorum yolu ile ulaşılan neticenin, GYO'lara tanınan istisnanın *ratio*

20 *legis'i* ile uyumlu olup olmadığı araştırılması gerekir. GYO'lara aynı sermaye koymak yönünde istisna tanınmasının *ratio legis'inin*, ortaklık portföyünün oluşturulmasını kolaylaştırmak olduğunu söylemiştik. Belen'in de savunduğu gibi, oluşturulması kolaylaştırılmak istenen portföyün bir kısmı, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarından oluşmaktadır. Ne var ki, bu kısım, gayrimenkul

25 portföyünün yalnızca istisnai bir parçasıdır ve istisnanın *ration legis'inde* aynı sermaye imkânı ile geliştirilmesi amaçlanan, portföyün istisnai kısmı değil, gayrimenkule dayalı haklardan oluşan, esas kısmıdır. Bu bağlamda, belki aynı sermaye olarak gayrimenkule dayalı menkul kıymet ve sermaye piyasası araçlarının konması kabul edilebilirse de, gayrimenkule dayalı olup olmadığına bakılmaksızın

²⁰⁸ Tebliğ md. 27/f.I/b(c) "*Ortaklıklar ... gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına portföy değerinin en çok % 49'u oranında yatırım yapabilirler.*"

²⁰⁹ BELEN, s. 76

her türlü menkul kıymet ve sermaye piyasası aracının aynı sermaye olarak konabileceğinin savunulması, kanımca, kanuni istisnanın *ration legis'ine* uygun değildir.

5 Sonuç olarak, Tebliğ'in GYO portföyünde yer almasına izin verdiği kalemlerden, gayrimenkule dayalı projeler dışındakilerin, yani gayrimenkule dayalı hakların, aynı sermaye olarak konmasında bir sakınca görülmemesi gerektiği kanaatindeyim. Böylece, GYO'nun sermayesini topladıktan sonra portföyünü oluşturması kolaylaşacak ve daha az masraf gerektirecektir. Belen de benzer şekilde düşünmekte ve bir adım ileri giderek, mevcut Tebliğ'deki "benzer nitelikteki gayrimenkuller" ifadesinin gayrimenkul projelerine kadar genişletilebileceğini savunmaktadır²¹⁰. Kanımca böyle bir yorum tebliğ koyucunun iradesi göz önüne alındığında *contra legem* bir sonuca ulaşmakta bu sebeple *de lege lata* uygulanması mümkün görünmemektedir.

1.2.2 Görüş ve İzinlerin Alınması ve Tescil

1.2.2.1 Kayıtlı Sermaye Sistemine Geçiş İzni

15 GYO, kayıtlı sermayeli olarak kurulmak durumundadır. SerPK md. 36/f.I/b(a)'dan kaynaklanan bu özellik sayesinde, piyasanın gerektirdiği hallerde, derhal sermaye toplanması sağlanarak, gerekli görülen yatırımın yapılmasını kolaylaştırmak amaçlanmaktadır²¹¹. Kayıtlı sermaye yöntemi ile yönetim kurulu, kayıtlı sermaye miktarına kadar ve önceden öngörülmüş süre içinde sermaye artırımlarını, TTK sisteminde öngörülen merasimleri yerine getirmeksizin gerçekleştirilebilmektedir. Yani, kayıtlı sermaye sistemi vasıtası ile GYO'ların sermaye artırımı, HAAO'larda alınması güç olan GK kararına gerek olmaksızın, bir YK kararı ile sağlanabilecek, üstelik bu karar, TTK sisteminden farklı olarak, imtiyazlı pay sahipleri genel kurulunun olumlu yönde kararı olmaksızın icra

²¹⁰ BELEN, s. 76

²¹¹ BAHTİYAR, Kayıtlı Sermaye, s. 60, Reha TANÖR, Türk Sermaye Piyasası Halka Arz, 2. Cilt, İstanbul 2000, s. 197

edilebilir nitelikte olacaktır²¹². GYO'nun kayıtlı sermaye sistemine geçebilmesi, GYO Tebliği ile uyumlu olmak koşulu ile, SPK'nın Seri:IV, No: 38 sayılı Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Esaslar Tebliği'nde yer alan şartların gerçekleşmesi ile mümkün olacaktır. Buna göre, GYO'nun kayıtlı sermaye sistemine geçişi bir takım
5 ön şartları yerine getirmesini müteakip, SPK'dan bu yönde izin alması, gerektiği durumlarda esas sözleşmenin değiştirilmesine ilişkin GK kararını temin etmesi ya da esas sözleşmenin kayıtlı sermaye şartlarına uygun olarak hazırlanması ve söz konusu değişikliğin (ya da kayıtlı sermaye şartları ile uyumlu olarak hazırlanmış esas sözleşmenin) ticaret siciline tescili ile tamamlanmış olacaktır. Kayıtlı sermaye
10 sistemine geçiş için yerine getirilmesi zorunlu olan bu şartların GYO açısından özellik arz eden hususları aşağıda sırası ile ele alınacaktır.

1.2.2.1.1 Kayıtlı Sermaye Sistemine Geçebilmek İçin Aranılan Ön Şartlar

Kayıtlı sermaye sistemi kural olarak ihtiyari bir sistem olup, yine kural olarak
15 yalnızca HAAO'lara tanınan bir imkândır. Kayıtlı sermaye sisteminin yalnızca HAAO'lara tanınan bir imkân olması, SerPK md. 12/f.I'de düzenlenmiştir. Söz konusu ilke, SerPK md. 12/f.I'in lafzına tam olarak yansımamakta ise de, doktrin ifadenin, kaydî sermaye için halka açık olma şartını aradığında birleşmektedir²¹³. Bu ilke akılda tutularak, SerPK md. 12/f.I'in, GYO kuruluşları açısından
20 yorumlanmasına geçelim. GYO, ani kuruluş ve esas sözleşme değişikliği yöntemleri ile kurulabilmektedir ve bunların, gerek kanunen, gerek GYO Tebliği uyarınca kayıtlı sermayeli olarak kurulmaları zorunludur. Ne var ki, bu yöntemlerden birincisi, zaten ortaklığın kurulduğu esnada halka kapalı nitelikte olmasını gerektirirken, ikincisi de dönüşecek ortaklığın mutlaka HAAO tipinde bulunması şartını
25 öngörmemektedir. O halde, HAAO niteliğini haiz olmadan kurulan GYO'nun, kuruluş şartları arasında yer alan kayıtlı sermaye zorunluluğunu da yerine getirmiş olmasını nasıl sağlayacağız?

²¹² Kayıtlı sermaye sisteminin esas sermaye sistemi karşısındaki avantajları için bk. **TEKİNALP**, Sermaye Piyasası, s. 43, 44; **BAHTİYAR**, Kayıtlı Sermaye, s. 25 vd.

²¹³ **BAHTİYAR**, Kayıtlı Sermaye, s. 70, **TEKİNALP**, Sermaye Piyasası, s. 47, **POROY (Tekinalp/Çamoğlu)**, Ortaklıklar, N. 430a,

İlk bakışta bu soruya SerPK md. 12/f.I cevap verir gibi gözükmektedir. Madde “hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulan anonim ortaklıklar ile kurulmuş olup da sermaye artırmak suretiyle hisse senetlerini halka arz edecek olan anonim ortaklıkların” kayıtlı sermayeye kabul edilebileceğini hükme bağlamaktadır. Bu ifadeden, kanunun HAAO olma şartını katı şekilde aramadığı sonucuna varmak mümkündür. Nitekim maddede sayılan iki ihtimalde de, kayıtlı sermayeye kabulü mümkün olan ortaklıklar, o an itibariyle HAAO niteliğini haiz olmamakla birlikte yakın gelecekte HAAO potansiyeline sahiptirler. Kanun, gerek kuruluş aşamaları ile birlikte, gerek kuruluşun sonra kayıtlı sermaye sistemine geçilmesine cevaz vermektedir. İkinci ihtimal kuruluşunda halka kapalı AO niteliğinde olup da, sermaye artırımını suretiyle, hisse senetleri halka arz olacak ortaklıkların kayıtlı sermaye sistemine geçmesine izin vermektedir. Birinci ihtimalde ise, daha kuruluşunda hisse senetlerini halka arz etmek hedefine yönelen AO’ların kayıtlı sermayeye kabulünün mümkün olduğu ifade edilmektedir. Bu ihtimalde, bırakın halka kapalı nitelikte bir anonim ortaklık olmayı, kayıtlı sermaye sistemine kabul aşamasında bir anonim ortaklık bile vücut bulmuş değildir. Birinci ihtimalin yani “hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulan ortaklıklar” ihtimalinin, tedrici kuruluşu yöneldiği sonucuna ulaşmaktan başka imkân gözükmemektedir²¹⁴. O halde, SerPK md. 12/f.I’in yorumlanmasından, kanunun HAAO olma şartını esnek şekilde yorumladığı söylenebilir, yani kayıtlı sermaye sistemine kabulde HAAO olma şartının yanı sıra henüz HAAO niteliğini ve hatta AO niteliğini haiz olmamakla birlikte, HAAO olma potansiyeline sahip ortaklıklara kayıtlı sermayeli olma imkânı tanınmaktadır.

Bu tespit yapıldıktan sonra, GYO’nun kayıtlı sermayeye geçişinde hangi ihtimalin uygulanacağına göz atalım. Dönüşüm (esas sözleşme değişikliği) yöntemi ile kuruluşun tercih edildiği ihtimalde, ki bu ihtimalde hali hazırda kurulmuş bir ortaklık olduğu açıktır, yalnızca SerPK md. 12/f.I’de öngörülen sermaye artırımını yöntemi ile halka açılması şartı ile kayıtlı sermaye sistemine kabul mümkün olacaktır.

²¹⁴ REİSOĞLU, s. 7, Zühtü AYTAÇ, “Kayıtlı Sermayeli Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulu Kararlarının İptali Sorunu”, Ernst E. Hirsch’in Hatırasına Armağan, Ankara 1986, s. 274

Ani kuruluş yönteminde ise, SerPK md. 12/f.I'in ilk okunuşundan kayıtlı sermayeye geçişin mümkün olmadığı gibi bir sonuç çıkmakabilmektedir. Zira yukarıda açıklandığı üzere, hali hazırda kurulmuş olmama haline hasredilen kayıtlı sermaye imkânı, esas itibariyle tedrici kuruluş için öngörülmüş bulunmaktadır. Ne var ki GYO, Tebliğ'de izin verilmediği için tedrici kuruluş yöntemi ile kurulamamaktadır. O halde ani kuruluş yöntemi ile kurulan GYO'ların kanunen zorunlu kayıtlı sermaye sistemine geçemeyecekleri sonucuna mı varmak gerekmektedir?

10 Böyle bir sonuca varmak hem SerPK md. 12/f.I'in gereğinden fazla dar yorumlanması anlamına gelecek, hem de GYO Tebliğinin 6. Maddesinin A bendinin a alt bendinde yer alan, GYO'ların "*kayıtlı sermayeli olarak ... kurulması*" şartının uygulanmasını imkânsız kılacaktır. Kayıtlı sermayeye geçişin imkânsız hale gelmesi, GYO'nun kuruluşuna izin verilememesi anlamına gelecek, bu da GYO'lar için 15 öngörülmüş olan ani kuruluş yönteminin hiç uygulanamaması sonucunu doğuracaktır. GYO'nun yalnızca dönüşüm (esas sermaye değişikliği) şeklinde kuruluşunun uygulanabilmesi mümkün olacaktır. Tebliğ koyucunun iradesinin bu sonuca yönelmediğini tespit etmek zor olmadığına göre, maddenin "*hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulan ortaklıklar*" ifadesinin amaca uygun olarak 20 yorumlanması gerekmektedir. Bu yorum esası uyarınca, gerek kaydı sermayeli olarak kurulması zorunlu olan yatırım ortaklıkları açısından, gerekse diğer anonim ortaklıklar açısından, kaydı sermayeye geçişin ani kuruluşta da mümkün olması gerektiği doktrinde savunulmaktadır²¹⁵. GYO'lar açısından söz konusu imkânın önemi daha da büyüktür. Zira aksi yorum kabul edildiği takdirde, GYO Tebliği'nde 25 öngörülmüş ani kuruluş sisteminin uygulanması imkânsızlaşmış olacaktır.

Sonuç itibariyle, GYO'ların ani kuruluş yönteminde kayıtlı sermayeyi tercih etmeleri ya da dönüşüm (esas sözleşme değişikliği) yöntemi ile kuruluşta kayıtlı sermaye sistemine geçmeleri mümkündür. Bu husus tespit edildikten sonra, bir

²¹⁵ Kuruluşta kayıtlı sermayenin kabulü için yazar hisse senetlerinin halka arz edilerek kurulması, yani tedrici yöntem ile kurulması, gerektiği kuralını tespit ettikten sonra bu imkânının ani kuruluş yöntemini de kapsayacak şekilde yorumlanması gerektiğini ifade etmektedir. bk. **TEKİNALP**, Sermaye Piyasası, s. 48, **BAHTİYAR**, Kayıtlı Sermaye, s. 74, s. 80 vd.

noktada daha SerPK md. 12/f.I'in yorumlanması icap etmektedir. Esas sözleşme değişikliği ile kayıtlı sermaye sistemine geçecek ortaklıklarda, SerPK md. 12/f.I uyarınca, “*sermaye artırmak suretiyle hisse senetlerini halka arz edecek olan anonim ortaklıkların*” kayıtlı sermayeye kabulü mümkün olduğundan, yalnızca sermaye artırımı yöntemi ile halka arz yapılması kabul edilmektedir. Bu kuralı GYO'nun kuruluşu ile birlikte yorumlayacak olursak, esas sözleşme değişikliği ile kurulan bir GYO'nun kanuni halka açıklık oranını elde etmesi için mutlaka sermaye artırımı yöntemi ile halka açılması şart koşulmakta, mevcut hisse senetlerinin halka arzı kabul edilmemektedir. Halka arzların, çoğunlukla sermaye artırımı yöntemi ile yapıldığı bir gerçek ise de, mevcut hisse senetlerinin halka arzı (*secondary public offering*) yöntemi ile halka açıklık oranının sağlanması ihtimalinin kanun vasıtası ile ortadan kaldırılmış olması yerinde olmamıştır. SPK'nın, kendi hazırladığı tebliğler ile halka arzlarda, GYO'ya mevcut hisse senetlerinin halka arzı imkânı tanındığı düşünüldüğünde, bir taraftan tebliğ ile bu imkânın verilmesi, diğer taraftan da kanun ile bu imkânın ortaklıkların elinden alınması kanun yapma tekniği açısından yerinde olmamıştır. Ani kuruluş yöntemi ile kurulan GYO'lar açısından ise böyle bir sınırlama kanun metninde yer almamaktadır. Kanımca kanunun ilgili hükmünden, en kısa zamanda, “*sermaye artırmak suretiyle*” ifadesinin çıkartılması gerekmektedir.

1.2.2.1.2 Kayıtlı Sermaye İzninin Niteliği

Gerek (müstakbel) HAAO olma, gerekse asgari başlangıç sermayesi şartlarını sağlayan GYO adayı, kayıtlı sermaye sistemine geçmek için SPK'dan izin almak durumundadır. Tekinalp, kayıtlı sermaye sistemine geçmede ön şartları sağlayan ortaklıklara izin verip vermeme hususunda, SPK'nın takdir yetkisi olmadığını savunmaktadır²¹⁶. Ne var ki, bu görüş izin işleminin niteliği ile bağdaşmaması sebebiyle doktrinde eleştirilmiştir²¹⁷. Kanımca, SPK'nın, tebliğlerinde tespit etmiş olduğu ön şartları sağlayan ortaklıklara, kayıtlı sermayeye geçişte izin verip vermemesi hususunda takdir yetkisi olmamalıdır, üstelik bu durum izin işleminin niteliğine de ters düşmemektedir. Şöyle ki, idare vasfında olduğunu yukarıda belirttiğimiz SPK, eğer kendisine izin vermek konusunda kanunla tanınan takdir

²¹⁶ TEKİNALP, Sermaye Piyasası, s. 47

²¹⁷ BAHTİYAR, Kayıtlı Sermaye, s. 73

yetkisini, yayımlamış olduğu bir genel düzenleyici işlem ile belirli koşullara bağlamak suretiyle sınırlamışsa, söz konusu koşulları yerine getiren kişilerin taleplerinin reddedilmesinde hukuken korunması gereken bir menfaat olduğu savunulamamalıdır²¹⁸. O halde, izin işleminin niteliği ile çelişen bir durum yoktur, zira izin verme yetkisi kendisinde bulunan SPK, bu takdir yetkisini, genel düzenleyici bir işlem çıkartmak yolu ile zaten kullanmıştır.

Tekinalp'in görüşünün, izin işleminin niteliği ile çelişmemesinin bir diğer sebebi de, kayıtlı sermayeye kabul talebinin kayıtsız şartız kabul edilme zorunluluğu içermemesidir. Şöyle ki, Tekinalp, "*SPK'nın ... izin verip vermeme hususunda takdir yetkisi yoktur*" ifadesini kullanmaktadır, yoksa SPK'nın kayıtlı sermayeye giriş talebini, üzerinde takdir yetkisini hiç kullanmaksızın kabul etmek zorunda olduğunu öngörmemektedir. SPK, kayıtlı sermayeye geçiş talebini, mevzuatta öngörülen şartların bulunduğu halde kabul etmek zorunda olmakla beraber, pekâlâ kayıtlı sermaye oranı ve süresi hususunda takdir yetkisini kullanabilecektir. O halde SPK'nın izin (takdir) yetkisinin, bugünkü sistemde, kayıtlı sermaye oranı ve süresi üzerinde kullanılması gerektiğinin kabulü, izin sistemine uygun olacaktır.

Seri:IV, No:38 sayılı Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Esaslar Tebliği'nin²¹⁹ 2008'den önceki eski Kayıtlı Sermaye Tebliği'ne nazaran getirdiği en önemli yenilik, kayıtlı sermaye izninin AB düzenlemeleri ile de uyumlu olacak şekilde, azami 5 yıllık süreler için öngörülmüş olmasıdır²²⁰. Nitekim yeni Tebliğin yürürlüğe girmesinden evvel, doktrinde de kayıtlı sermaye için azami bir sürenin öngörülmemiş olması eleştirilmekte idi²²¹. Yeni sistem uyarınca, 5 yıl için kayıtlı sermaye izni alan GYO, bu sürenin bitiminden sonra mutlaka tekrar, SPK'ya kayıtlı sermaye izni için başvurmak zorundadır.

²¹⁸ Zaten böyle bir red halinde, hukuk devleti ilkesine uygun olarak, SPK işlemine karşı idari yargıda dava açılması mümkündür.

²¹⁹ Adı geçen Tebliğ Seri:IV, No:7 sayılı "Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Esaslar Tebliği"ni yürürlükten kaldırmak suretiyle, 23.01.2008 tarihinde ve 26765 sayılı Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

²²⁰ Bk. çevrimiçi <http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=2008123&subid=1&ct=c>

²²¹ **TEKİNALP**, Sermaye Piyasası, s. 46, **BAHTİYAR**, Kayıtlı Sermaye, s. 45

SPK'nın 17.12.1998 tarihli²²² kararı ile “yatırım ortaklıklarının kuruluşunda kayıtlı sermaye tavanının başlangıç sermayesinin 20 katını geçmemek üzere belirlenmesine” karar verilmiştir. Bu karar çerçevesinde SPK'nın başlangıç sermayesinin 20 katına kadar olmak şartı ile kayıtlı sermaye tavanının ne kadar olacağını belirlemesi SPK'nın takdir (izin) yetkisi içinde olacaktır. Söz konusu SPK kararı, eski Kayıtlı Sermaye Tebliği'nin yürürlükte olduğu dönemde alınmıştır. Bu bağlamda kayıtlı sermaye süresinin bitimi ile tekrardan bir kayıtlı sermaye tavanı ve süresi belirlenmesi ihtimali kararda öngörülmemiştir. Yeni Kayıtlı Sermaye Tebliği sisteminde, GYO'ya tanınan kayıtlı sermaye müddeti sonunda yeniden kayıtlı sermaye izni ve bu izin ile birlikte kayıtlı sermaye tavanı belirlenmesi zorunluluğu doğmuştur. SPK kararında yer alan kayıtlı sermaye tavanının (başlangıç sermayesinin 20 katı), ilk kayıtlı sermaye süresinin bitiminden sonra alınacak izinlerde de kullanılıp kullanılmayacağı tartışmalıdır. Zira kararda söz konusu kayıtlı sermaye tavanının sınırı, GYO'nun kuruluşunda talep kayıtlı sermaye izinleri için öngörülmüştür. Eski sistemde, GYO'nun yalnızca kuruluşta, bir kere kayıtlı sermaye iznine başvurması yeterli idi, bu sebeple karar yalnızca kuruluş aşamasını öngörmüştür. Kanımca, yeni Kayıtlı Sermaye Tebliği'nin yürürlüğe döneminde talep edilecek kayıtlı sermaye izinlerinde, SPK kararının lafzına sıkı sıkıya bağlı kalınarak, her sermaye artırımında ortaklığın, ilk kuruluşundaki başlangıç sermayesinin nazara alınması, kararın amacına uygun bir sonuç vermeyecektir. Böyle bir yorum, GYO'ların, daha ilk kurulduklarında, sermaye sınırlarının bir daha değişmemek üzere belirlenmesi sonucunu doğurur, ki SPK'nın kararında güdülen amaç bu değildir. En doğrusu SPK'nın, GYO'ların kayıtlı sermaye tavanları ile ilgili yeni bir karar vermesi ya da mevcut kararda yer alan “yatırım ortaklıklarının kuruluşunda” ifadesini kaldırdığını ilan etmesidir. SPK böyle bir işlem yapıncaya kadar, kuruluşta başlangıç sermayesinin 20 katı olarak göz önünde bulundurulan kayıtlı sermaye tavanı, sonraki kayıtlı sermaye izin taleplerinde çıkartılmış sermayenin 20 katı olarak değerlendirilmelidir.

²²² SPK'nın 17.12.1998 tarihli 116/1387 sayılı karar

1.2.2.1.3 Esas Sözleşmenin Kayıtlı Sermaye ile Uyumlaştırılması

Yukarıdaki ilkeler ışığında, SPK'dan kayıtlı sermaye sistemine geçmek için izin alan müstakbel GYO'nun, bu izni takiben, ani kuruluş yönteminde esas sermayesinin kayıtlı sermaye sistemine uygun olarak hazırlanması, dönüşüm yöntemi (esas sözleşme değişikliği yöntemi) ile kurulacak GYO'larda ise esas sözleşmenin kayıtlı sermaye sistemine uygun olacak şekilde değiştirilmesini sağlaması gerekmektedir. Ancak esas sözleşmenin bu şekilde hazırlanmasından (ya da değiştirilmesinden) ve söz konusu hükümlerin ticaret siciline tescilinden sonra kayıtlı sermaye sistemine geçilmiş olunabilecektir. GYO'ların, kuruluşu STB iznine bağlı bulunduğundan, esas sözleşme değişikliği de STB iznine bağlıdır²²³. Ani kuruluş yönteminde ise, hazırlanan esas sözleşme, kayıtlı sermaye koşullarını içeren hükümleri ile birlikte bir yekûn olarak, STB iznine tabi tutulacaktır. Dönüşüm yönteminde, esas sözleşmenin değiştirilebilmesi için, bu yönde bir GK kararı ile birlikte varsa imtiyazlı pay sahipleri kurulu (İPGK) kararının alınması gerekecektir.

İPGK kararının kayıtlı sermaye sistemine geçişte gerekli olup olmadığı hususunun üzerinde durulmasında fayda vardır. TTK md. 389 İPGK kararlarının alınmasını iki ihtimalde şart koşmuştur. Bunlar, sermaye artırımı ve imtiyazlı pay sahiplerinin imtiyaz haklarına hanel gelmesi ihtimalleridir. Kanunun ve Yargıtay'ın, söz konusu düzenleme ile ilgili olarak, sermaye artırımlarının her hal ver karda imtiyazlı pay sahiplerinin haklarına hanel getirdiği faraziyesini²²⁴ kabul ettiğini söyleyebiliriz²²⁵. GYO Tebliği'nin 16. maddesi gereği, GYO esas sözleşmesinde yalnızca YK'ya aday gösterme hususunda imtiyaz tanınabileceğinden, esas sözleşme değişikliğinin (esas sözleşmenin kayıtlı sermaye ile uyumlaştırılmasının) bu imtiyaz karşısında, menfi bir durum yaratıp yaratmadığı tahlil edilmelidir. Kayıtlı sermayeye geçiş, YK'ya aday gösterme hakkını ne kısıtlayıcı ne de kaldırıcı bir etki yaratacağından, bu esas sözleşme değişikliğinin imtiyaza hanel getirmediğini kabul etmek gerekir. Buna rağmen, kanuni faraziyeden yararlanmak suretiyle İPGK

²²³ STB'dan talep edilecek izin hususunda bk. Aşağıda 1.2.2.2.2 no'lu başlık altındaki açıklamalar.

²²⁴ Doktrinde bu faraziye eleştirilere maruz kalmaktadır. Bk. **TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar, N. 807c

²²⁵ Yargıtay 20.1.1986, E.85/5903, K. 8577427, Batider, C. XIII, s. 166 (**TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar, N. 807a'dan naklen)

kararının gerekli olup olmayacağı hususu tartışmaya değer niteliktedir. Zira kayıtlı sermayeye geçiş için yapılan esas sözleşme değişikliği tek başına (bünyesinde) bir sermaye artırımını içermemektedir. Kanımca, kayıtlı sermayeye geçiş için alınan GK kararı, her ne kadar tek başına sermaye artırımını anlamına gelmemekte ise de GK'nın sermaye artırımına ilişkin münhasır haklarından bir kısmının, YK'ya devrine sebebiyet verdiğinden, sermaye artırımını kararı gibi değerlendirilip, her hal ve kârda İPGK kararı ile icra edilebilir olan kararlar arasında değerlendirilmelidir²²⁶. O halde, TTK md. 389'da, Yargıtay'ca da tespit edilen faraziyeğe uygun olarak, kayıtlı sermayenin kabulüne ilişkin esas sermaye değişikliklerinde İPGK kararının, alınması, GK kararının uygulanabilirliği açısından gerekli görülmelidir²²⁷. Ancak, bir kere kayıtlı sermaye sistemine geçildikten sonra, ne YK'nın sermaye artırımını kararları için, ne de kayıtlı sermaye süresi içinde kayıtlı sermaye tavanının yükseltilmesi için İPGK kararı aranacaktır²²⁸. Ancak yeni Kayıtlı Sermaye Tebliği uyarınca, kayıtlı sermaye süresi sonunda, yeni talep edilen kayıtlı sermaye tavanı bir öncekinden yüksek ise, SPK'ya yapılacak yeni kayıtlı sermaye başvurusunda, tekrardan GK ve İPGK kararlarına ihtiyaç duyulacaktır.

Bu noktada 2008 yılında yürürlüğe giren yeni Kayıtlı Sermaye Tebliği'nin, kayıtlı sermaye süresine ilişkin hükümlerinin GYO'lar açısından bir takım sıkıntılara neden olabilecek nitelikte olduğunu belirtmekte fayda vardır. Şöyle ki, GYO'lar kanunen kayıtlı sermayeli olarak faaliyet göstermek zorunda bulunan ortaklıklardır. Kanunla öngörülmüş bu niteliği yerine getiremediği takdirde, SerPK md. 46/f.I/b(g) uyarınca, GYO'nun faaliyetinin geçici ya da sürekli olarak durdurulması riski doğmaktadır. O halde GYO'nun faaliyetine devam edebilmesi kayıtlı sermaye sistemini sürekli olarak devam ettirebilmesi ihtimaline bağlıdır. Kayıtlı sermaye sisteminde aranan devamlılık unsuru, eski kayıtlı sermaye sisteminde GYO'ya bir sorun yaratabilecek nitelikte değildi, ne var ki, yeni Tebliğ ile getirilen azami 5 yıllık süreler ile kayıtlı sermaye izni verilmesi yönteminde, bu devamlılığın GYO'ca sağlanabilmesi, kayıtlı sermaye süresi sonunda GK'dan alınacak bir karara bağlı hale

²²⁶ Kayıtlı sermayeye geçişte İPGK kararının aranmasının TTK md. 389'un konuluş amacına uygun olduğu yönünde bk. **BAHTİYAR**, Kayıtlı Sermaye, s. 78

²²⁷ Sermaye artırımlarında mutlaka İPGK kararı aranacağına ilişkin bu faraziyeden olmasa idi, mutlaka imtiyazlı haklara hâle gelmesi şartının aranacağı için, GYO'ların kayıtlı sermayeye geçmeleri için İPGK kararına gerek olmayacaktı.

²²⁸ **TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar, N. 807c

5 getirilmiştir. Şöyle ki, yürürlükteki Kayıtlı Sermaye Tebliği'nin 4. maddesinin ikinci fıkrasında açıkça “belirlenen süre sonunda ... yönetim kurulunun sermaye artırımı kararı alabilmesi için ... genel kuruldan yeni bir süre için yetki alması” mecburiyeti yer almaktadır. Üstelik maddenin devamında GK'dan böyle bir yetki alınmadığı takdirde, ortaklığın kayıtlı sermaye sisteminden çıkartılacağı hükme bağlanmıştır. O halde, GYO kuruluşu için gerekli olan kayıtlı sermayeye geçiş merasimini gerektiği gibi yerine getirmiş dahi olsa, azami 5 yılın sonunda, öncekinden daha yüksek bir kayıtlı sermaye tavanı belirlenmesi için GK'dan izin alınmadığı takdirde, ortaklığın kayıtlı sermaye sisteminden çıkartılması riski doğmaktadır. Üstelik HAAO olarak faaliyet gösteren GYO'nun genel kurulunda oluşabilecek güç boşluğu sebebiyle söz konusu kararın alınması her zaman çok kolay olmayacaktır²²⁹. Kayıtlı sermaye sisteminden çıkartılma durumunda, SerPK md. 36/f.I/b(g) uyarınca, GYO'nun mevzuat hükümlerine aykırı olarak faaliyet gösterdiğinin tespit edilmesi ve bunun sonucunda faaliyetlerinin geçici veya sürekli olarak durdurulması mümkün olacaktır.

15 Kayıtlı sermaye sistemi esas itibariyle ihtiyari bir sistem olduğundan, Kayıtlı Sermaye Tebliği, ortaklığın sistemden çıkartılmasını kolaylıkla öngörebilmiştir. Ne var ki, GYO'ların kanuni olarak kayıtlı sermayeli olmalarını gerektiren özellikli durumu nedeniyle ve HAAO olarak faaliyet göstermelerinin sonucunda GK'da oluşabilecek güç boşluğu da göz önünde bulundurularak, GYO'nun sürekliliğini engelleyebilecek, istenmeyen durumların yaşanmaması için, ya GYO'ya verilen kayıtlı sermaye izni için belirli bir süre öngörülmemeli, ya da bir kere kayıtlı sermaye sistemine geçildikten sonra, sürenin bitiminde yeni kayıtlı sermaye tavanının belirlenmesi için GYO'larda GK onayı aranmamalıdır. Ne var ki, getirdiğim bu öneriler kayıtlı sermaye Tebliği'nde ya da GYO Tebliği'nde 20 yapılabilecek bir değişiklikle mevzuatımıza getirilebilecektir. Bunlar, bugün için *de lege feranda* öneriler olup, *de lege lata* GYO'ların sürekliliğinin önemli bir tehlike altında olduğu gerçeği hatırdta tutulmalıdır.

²²⁹ Güç boşluğu kavramı ve çözüm önerileri hakkında bk. **POROY (Tekinalp/Çamoğlu)**, Ortaklıklar, N. 692

1.2.2.2 Kuruluş İçin Uygun Görüş ve İzinler

1.2.2.2.1 Sermaye Piyasası Kurumu'nun Uygun Görüşü

SPK tarafından verilecek olan izinler, idarenin ekonomik kolluk faaliyetleri çerçevesinde değerlendirilmelidir²³⁰. SPK bu çerçevede GYO'nun kuruluşuna uygun görüş vermektedir. İdarenin tüm işlemlerine karşı dava açılabilirdiği gibi, SPK, bu talebe olumlu yanıt vermezse, idari yargıda dava açılabilir. Kuruluş işlemlerini tamamlamak isteyen kurucuların, esas sözleşmenin hazırlanıp imzalanması ve imzaların noterce onaylanmasını takiben, Tebliğ'in 1 no'lu ekini uygun şekilde doldurup SPK'ya başvurmaları gerekmektedir²³¹. Bu başvuruda, SPK esas sözleşmenin Tebliğ ve kanun hükümlerine (bk. SerPK md. 36/f.I) uygun olup olmadığını inceler. Uygun bulunduğu takdirde GYO'nun kuruluşuna uygun olduğuna dair görüş bildirir (Tebliğ md. 9/f.II). SPK'nın AO'nun kuruluşuna ya da esas sözleşme değişikliğine izin verme yetkisi yoktur²³². Bu izni verecek olan STB'dir. SPK'nın yaptığı ise yalnızca kanun ve tebliğ hükümlerine uygunluk incelemesinden ibarettir. Esas sözleşme değişikliği ile (dönüşüm yolu ile) kurulacak olan GYO'larda söz konusu görüş sözleşme değişikliğinin yapılmasından evvel talep edilmelidir²³³.

1.2.2.2.2 Sanayi ve Ticaret Bakanlığı İzni

Her ne kadar artık anonim ortaklıklar hukukumuzda izin sistemi kural olarak kaldırıldı ise de, istisnai olarak STB'nin 2003/3 sayılı Tebliğinde sayılan bazı anonim ortaklıkların kuruluşları açısından izin koşulu hâlâ aranmaktadır²³⁴. Adı geçen 2003/3 sayılı Tebliğ'in 5. maddesi uyarınca sermaye piyasası kanununa tâbi halka açık şirketler, kuruluşları izne tabi olan anonim ortaklıklar arasında yer almaktadır. Buna göre, SerPK'ya tabi olan ve HAAO olarak kurulmak durumunda olan GYO'ların kuruluşu da STB iznine tabi olacaktır. Esas sözleşme değişikliği

²³⁰ YASİN, s. 143, s. 205 vd.

²³¹ SUSAR Özkan, Tüm Yönleriyle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Ankara, 2004, s. 106, BAHTİYAR, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, s. 93

²³² TEKİNALP, Sermaye Piyasası, s. 147

²³³ ÇOLAK/ALICI, s. 50; SUSAR, s. 107

²³⁴ POROY (Tekinalp/Çamoğlu), Ortaklıklar, N. 487a

yoluyla kurulacak olan GYO'larda ise, STB izni şirket kuruluşu için değil, TTK md. 386 uyarınca, anasözleşme değişikliği için talep edilecektir.

STB izni ancak bakanlıkça yapılacak bir inceleme sonucunda verilebilecektir.

- 5 STB'nın müstakbel GYO üzerinde yapacağı inceleme hukuki bir inceleme olacaktır²³⁵. Bu incelemede, bakanlık TTK md. 280/f.II hükmünün mefhum-u muhalifinden anlaşıldığı üzere, emredici hükümlere aykırılık tespit ettiği takdirde kuruluşu izin vermeyecektir²³⁶. Bu noktada tartışılması gereken bir diğer husus, esas sözleşme hükümlerinin emredici hükümlerine uygunluğu incelemesinin, ikinci kere
- 10 yapılmakta olmasıdır. SPK'dan uygun görüş alınırken ve STB'dan kuruluş izni alınırken emredici hükümlere uygunluk ikinci kere denetlenmektedir. Üstelik kuruluş işlemlerinin emredici hükümlere uygunluğu, TTK md. 34/f.II uyarınca, bir kez daha ticaret sicil memurları tarafından yapılacaktır²³⁷.
- 15 Kuruluşları izne tabi anonim ortaklıklar, şirket ortakları ve alacaklıları açısından daha güvenilirdir. İzin, ortak ve alacaklılar açısından kuruluş işlemlerinin nizami şekilde yapıldığı yönünde bir onay niteliğinde görülmektedir²³⁸. Gerçekten de STB, kuruluş belgelerinin emredici kurallara uygunluğunu teyit etmekle ortak ve alacaklılara haklı bir güven telkin etmektedir²³⁹. Ne var ki, STB incelemesi,
- 20 belgelerin gerçeğe uygunluğunun incelenmesi seviyesine çıkamayacaktır. Her ne kadar STB izni belgelerin evraka uygunluğunu incelemek yükümlülüğü altında değilse de, gerçekte belgeler arasındaki tartışmaya yer bırakmayacak bir uyumsuzluğun sarahaten görülebildiği hallerde, iznin verilmemesi gerekir. STB'nin verdiği izin bir idari işlem niteliğinde olduğundan, bu işleme karşı idari yargıda dava
- 25 açmak mümkündür²⁴⁰.

²³⁵ **POROY (Tekinalp/Çamoğlu)**, Ortaklıklar, N. 490

²³⁶ **POROY (Tekinalp/Çamoğlu)**, Ortaklıklar, N. 490

²³⁷ Bk. aşağıda 1.2.2.2.3 no'lu başlık altındaki açıklamalar

²³⁸ **HOTZ**, s. 11

²³⁹ İzin emredici kurallara uygunluğu tespit ettiği yönünde bk. **POROY (Tekinalp/Çamoğlu)**, Ortaklıklar, N.490

²⁴⁰ **BAHTİYAR**, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, s. 93

1.2.2.2.3 Tescil ve İlan

STB'den kuruluş izninin alınmasından itibaren 15 günlük süre içinde GYO'nun, ortaklık merkezinin bulunduğu yerdeki ticaret siciline tescilinin talep edilmesi gerekmektedir. Ani usulde kurulan GYO, tescil ile birlikte tüzel kişilik kazanır (TTK md. 301/f.I, Tebliğ md. 9/f.IV), esas sözleşme değişikliği yoluyla kurulan GYO'nun ise, GYO'ya dönüşmeden evvel bir tüzel kişiliği olduğundan, 5 tüzel kişilik edinmek için tescil yaptırması gerekmemektedir.

Ani kuruluş yöntemiyle kurulan GYO'ların tescil yaptırımları bir kanuni zorunluluk olup, bunu yaptırmadıkları takdirde, TTK md. 35 uyarınca resen tescil 10 mekanizması devreye girer²⁴¹. Esas sözleşme değişikliği yoluyla kuruluşta da sözleşme değişikliğinin tescili gerekecektir. Bu tescil ile birlikte anonim ortaklık GYO'ya dönüşmüş olur²⁴².

Anonim ortaklığı tescilini yapmakla görevli olan sicil memuru TTK md. 34/f.II uyarınca kuruluş işlemlerinin emredici hükümlere uygunluğunu da denetlemekle 15 görevlidir²⁴³.

1.3 Kuruluş Sonrası Zorunlu Merasimler

GYO'nun bir tüzel kişilik olarak kurulmasını takiben faaliyete başlayabilmesi ve GYO'ya özgü vergi muafiyetlerinden yararlanabilmesi için çeşitli işlemlerin gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Bunlardan ilki portföy işletmeciliği faaliyetine hazırlık mahiyetinde, portföy işletmeciliği faaliyet izninin edinilmesi, ikincisi 20 GYO'nun hisse senetlerinin halka arzıdır. Bu işlemler birbirinden bağımsız değildir zira halka arz olunan GYO'nun, küçük tasarruf sahibi nezdinde bir yatırım cazibesine sahip olması, işleteceği portföyün niteliklerine bağlı olacaktır.

²⁴¹ BAHTİYAR, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, S. 94; Hayri DOMANIÇ, **Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması**, TTK Şerhi II, İstanbul 1988, s. 337 vd.

²⁴² BAHTİYAR, Gayrimenkul Yatırım ortaklıkları, s. 98

²⁴³ BAHTİYAR, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, s. 95

1.3.1 Portföy İşletmeciliği Faaliyet İzninin Edinilmesi

GYO'nun faaliyete başlaması için mutlaka mekân, donanım ve personelini temin etmiş ve organizasyonunu kurmuş olması gerekmektedir. Hatta bu gereklilik portföyün oluşturulmaya başlanmasından da evvel yerine getirilecektir. Zira bunlar, söz konusu portföyün oluşturulması için zorunlu niteliktedir. O halde, GYO, mekân, donanım ve personeli ile organizasyonunu oluşturmak için ihtiyaç duyduğu kaynaklardan arta kalanları ile portföyünü oluşturmaya başlayacaktır²⁴⁴. Kurulmuş ve ticaret siciline tescil edilmiş GYO'nun, GYO sıfatını kullanarak gayrimenkul işletmeciliği faaliyetinde bulunabilmesi ve hatta halka arz talebinin SPK'ca kabul edilebilmesi, ortaklığın portföy işletmeciliği için SPK'ya başvurmuş olması ve işletmesi için mevzuata uygun olarak portföyünü oluşturmuş olması şartlarına bağlıdır. Söz konusu şartlar doğrultusunda, GYO'nun Tebliğ'de öngörülen azami süreler içinde, portföyünü oluşturma ve portföy işletmeciliği izni alma şartlarını yerine getiremeyen GYO, bir takım müeyyideler ile karşılaşacaktır. Esasen SPK'dan alınacak faaliyet iznine başvurulması, kuruluştan sonra faaliyete geçmek için konulmuş bir şart değil bizzat kuruluş için konulmuş bir şarttır. Ancak burada kastedilen kuruluş, dar anlamda (TTK anlamında) ortaklık kuruluşu değil, GYO'nun faaliyete geçebilecek bir kurum olarak teşekkülünü tamamlaması anlamındadır. Portföy işletmeciliği izni talebi, SPK'ya kuruluştan verilmekle birlikte, ortaklığın ticaret siciline tescilinden sonra, GYO'nun halka arzı aşamasındaki SPK izni (hisse senetlerini kayda alma izni) ile eş zamanlı olarak değerlendirilecektir²⁴⁵. Bu sebeple her iki izin başvurusu, “*Kuruluş Sonrası Zorunlu İşlemler*” başlığı altında değerlendirilmektedir.

1.3.1.1 Portföy İşletmeciliği Faaliyet İzni Başvurusu

GYO Tebliği'nin 6. maddesinin A ve B bentlerinin f alt bentlerinde, SerPK md. 30/f.I/b(f) uyarınca “*portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak için Kurul'a*

²⁴⁴ SUSAR, s. 110

²⁴⁵ Bk. GYO Tebliği md. 12/f.I, ÇOLAK/ALICI, 53

başvurmuş” olmak, kuruluş izni almak için şartlar arsında sayılmıştır²⁴⁶. O halde GYO’nun, kuruluş işlemleri prosedüründe, en geç SPK’dan kuruluş için uygun görüş alınması esnasında, portföy işletmeciliği izni için, kurula başvurmuş olması zorunludur.

- 5 GYO’nun portföy işletmeciliği izninin koşullarına geçmeden, terminoloji açısından bir hususun açıklığa kavuşturulması gerekmektedir. Şöyle ki, gerek GYO Tebliği’nin 6. maddesinin yukarıda zikredilen bentlerinin, gerek, Seri:V, No: 59 sayılı Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği’nin kanuni dayanağını aldığı hüküm SerPK md. 30/f.I/b(f)’dir²⁴⁷. İlk
- 10 bakışta, Tebliğler’den her birinin, dayanak kanunda yer alan kavramlardan (portföy işletmeciliği ve portföy yöneticiliği kavramlarından) birini düzenliyor olduğu izlenimine kapılmak mümkündür. Dayanak kanunda “*portföy işletmeciliği ve yöneticiliği*” kavramları yer almakla beraber, GYO Tebliği’nin ilgili maddesinde yalnızca “*portföy işletmeciliğine*” yer verilmekte, Portföy Yöneticiliği Tebliği’nde
- 15 ise yalnızca “*portföy yöneticiliğine*” yer verilmektedir. O halde ilk bakışta, kuruluş aşamasında “*portföy işletmeciliği*” izni isteyecek olan GYO kurucularının, Portföy Yöneticiliği Tebliği hükümlerine uygun olacak şekilde bir izin talebinde bulunmayacaklarını düşünmek gerekecektir. Ne var ki, Portföy Yöneticiliği Tebliğinin 1. maddesinin son fıkrası bize aksini düşündürmektedir. Madde “*yatırım*
- 20 *fonları ve yatırım ortaklıklarına ilişkin hükümler saklıdır*” ifadesine yer vermektedir. O halde denilebilir ki, her ne kadar tebliğ koyucu Portföy Yöneticiliği Tebliği’nde yalnızca “*portföy yöneticiliği*” ifadesine yer vermekte ise de bu kavramın içinde esasen “*portföy işletmeciliği*” faaliyeti de yer almakta ve fakat portföy işletmeciliğine ilişkin her bir kurumun kendi Tebliği’nden kaynaklanan ayırık hükümleri Portföy
- 25 Yöneticiliği Tebliği hükümlerine üstün tutmaktadır. Başka bir ifade ile portföy işletmeciliğine ilişkin olarak GYO Tebliği’nde yer alan ve Portföy Yöneticiliği Tebliği hükümleri ile çelişen hükümler, Portföy Yöneticiliği Tebliği md. 1 uyarınca, GYO’ya öncelikle uygulanacak, Portföy Yöneticiliği Tebliği’nin GYO’ya uygun düşen hükümleri ise ancak GYO Tebliği ile çelişmediği durumlarda

²⁴⁶ Bu cümlede kuruluş izni ile kastedilen 1.2.2.2.1 ve 1.2.2.2.2 no’lu başlıklar altında açıklanan uygun görüş ve izinlerdir.

²⁴⁷ Bk. Portföy Yöneticiliği Tebliği’nin “Dayanak” başlıklı 2. maddesi.

uygulanabilecektir. Amaçsal yorumla yukarıdaki sonuca varmak mümkün ise de, “portföy işletmeciliği” ve “portföy yöneticiliği” kavramlarının tam olarak aynı manada kullanılmadığını belirtmekte fayda vardır²⁴⁸. SerPK’nın gözetmiş olduğu bu nüansı, SPK’nın da tebliğlerinde gözetmesi hukuk tekniği açısından yerinde olacaktır²⁴⁹.

1.3.1.2 Portföyün Oluşturulması

GYO’nun portföy işletmeciliği faaliyet izni alabilmesinin ve asgari halka açıklık oranını sağlayabilmesinin, öncelikli koşulu, GYO Tebliği’ne uygun olarak portföyünü oluşturmasıdır. GYO Tebliği md. 10/f.I’ın a, b ve c bentleri uyarınca, GYO olarak ticaret siciline tescilinden itibaren; ödenmiş sermayesi 50 milyon TL’den az olanlarda bir yıl, ödenmiş sermayesi 50 milyon TL ve üzerinde olup 100 milyon YTL’den az olanlarda üç yıl, ödenmiş sermayesi 100 milyon TL ve daha fazla olanlarda beş yıl içinde, Tebliğ hükümlerine uygun olarak portföyün oluşturulması gerekmektedir. Aksi takdirde Tebliğ md. 10/f.II uyarınca ortaklığın GYO sıfatı ile faaliyet göstermeye devam etmesi mümkün değildir²⁵⁰.

15 Tebliğ md. 10/f.I’de gösterilen bu sürelerin, portföyünü oluşturmakta güçlük çeken bir GYO’nun talebi üzerine, SPK tarafından dahi uzatılması mümkün değildir. Söz konusu süreler, portföyün oluşturulması için olduğu kadar asgari halka açıklık

²⁴⁸ “Portföy işletmeciliği” kavramının SPK Tebliğlerinde yalnızca kolektif yatırımlar; yatırım fonları ve ortaklıkları bakımından kullanıldığı, “portföy yöneticiliği” kavramının ise bireysel yatırımcıların tasarruflarını yönetilmesi açısından kullanıldığı hakkında bk. **NOMER**, Yatırım Ortaklıkları, s. 65, aynı yönde bk. İlke Aytekin **GEMİCİ**, **Portföy Yönetim Sözleşmesi ve Hukuki Sorumluluk**, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 2006, s. 5 **YASİN**, s. 139, Yazar, “portföy işletmeciliği” ve “portföy yöneticiliği” kavramları arasındaki farka değinmeksizin, “portföy işletmeciliği ve yöneticiliği” izni almak gerektiğinden bahsetmektedir.

²⁴⁹ Karakaş, “portföy yöneticiliği” ve “portföy işletmeciliği” kavramları arasındaki konu bakımından farka değinirken, portföy yöneticiliğinin yalnızca sermaye piyasası araçlarından meydana gelen bir portföyün yönetilmesi ile ilgilendiği, portföy işletmeciliğinin ise (gayrimenkulü de içine alacak şekilde) başkaca kalemlerden oluşabilecek portföylerin işletilmesi ile yapılabileceğini hatırlatmaktadır. Tülay **KARAKAŞ**, **Portföy Yönetimi Sözleşmesi**, Ankara 2000, s. 9 Ne var ki, **GEMİCİ**, söz konusu eleştirinin eskiden haklı olduğunu kabul etmekle beraber, buna artık yer kalmadığını, zira Portföy Yöneticiliği Tebliğinin portföy yönetimine konu varlıklar listesini genişlettiğini hatırlatmaktadır. Bk. **GEMİCİ**, s. 6, Sayılan kalemler arasında gayrimenkul bulunmamakla birlikte “... Kurul’ca uygun görülen diğer varlıklar...” da portföy yönetimine konu olabilir demek suretiyle gayrimenkule dayalı haklar ve sözleşmelerden oluşan GYO portföyünün de söz konusu Tebliğ sınırları içine gireceği savunulabilecektir.

²⁵⁰ Bu yaptırımın ayrıntılı açıklaması için bk. aşağıda 2.4.2.2.2 no’lu başlık altındaki açıklamalar

oranının sağlanması için de öngörülmüştür. Maddenin ikinci fıkrasının son cümlesinde, halka arz süresinin *“payların ihraç edileceği piyasalarda önemli olumsuzlukların ortaya çıkması halinde ortaklığın başvurusu üzerine”* uzatılabileceği düzenlenirken, portföyün oluşturulmasına ilişkin sürelerin uzatılmasına ilişkin olarak

5 Tebliğ’in suskun kalmasının, portföyün oluşturulmasına yönelik sürelerin uzatılmayacağı şeklinde yorumlanması gerekmektedir.

GYO’nun ödenmiş sermaye miktarına göre, portföyünü oluşturabilmek için elinde, bir ila beş yıllık bir süresi vardır. Bu süre zarfında, bir yandan Tebliğ

10 sınırlamaları doğrultusunda bir portföy oluşturulurken, diğer yandan da GYO’nun uhdesinde nakit olarak kalan sermayenin en iyi şekilde değerlendirilmesi gerekmektedir²⁵¹. Bu amaç doğrultusunda, nakit sermayenin, enflasyondan ötürü alım gücünü kaybetmemesi için çeşitli yatırım araçlarına (mevduat faizi, döviz, repo, bono, tahvil vs.) yatırılması gerekebilir²⁵². Gerçekten de GYO’nun portföyünü

15 oluşturmasını sağlayan sermayenin, ortaklık yönetimince gayrimenkul yatırım kararları verilip, icraya geçilinceye kadar enflasyon sebebiyle erimesine göz yumulması, sermayenin profesyonelce yönetilmesi hedefiyle bağdaşmamaktadır. Kanımca bu noktada bir adım daha ileriye gidilerek, portföy oluşturma aşamasında olan GYO’ya yalnızca enflasyondan korunma amaçlı yatırımlara değil, uhdesindeki

20 nakdin fırsat maliyetini kaybetmemek adına da yatırımlar yapmasına olanak tanımak gerekmektedir. Şöyle ki, toplanan sermayenin doğru yatırım kararları ile enflasyona karşı korunması şöyle dursun, değerinin artırılması sağlanabiliyor ise, bu fırsattan mahrum bırakılmaması da, yatırımcıların korunması ve profesyonel portföy işletmeciliği ilkeleriyle örtüşmektedir. Bu doğrultuda, gayrimenkul portföyü

25 oluşturuluncaya kadar, nakit sermayenin en uygun yatırım araçları ile değerlendirilmesi gerektiğini kabul etmek gerekmektedir. Buna mukabil, nakit sermayenin değerlendirilmesinin, en nihayetinde gayrimenkul portföyünün oluşturulması amacına yönelen, geçici ve tali bir faaliyet olduğu unutulmamalıdır.

²⁵¹ ÇOLAK/ALICI, s. 52

²⁵² ÇOLAK/ALICI, s. 51, 52, SUSAR, s. 110

Gayrimenkul portföyünün oluşturulmasını hedefleyen kurucular, bu yönde hareket etmeye kuruluş ile başlayabilecekleri gibi Tebliğ ile tanınan sürelerin kısılalığı göz önünde bulundurularak, kuruluştan önce de başlayabilirler. Ortaklığın portföyün oluşturulmasını işlerini yürütmek için fiziki imkânlarla, örneğin bir merkeze ihtiyacı olabilir. Bu sebeple kurucular, şirketin tüzel kişiliğini kazanmasından evvel, müstakbel şirket adına faaliyetlerde bulunabilirler²⁵³. Kurucular, bu faaliyetleri dolayısıyla müstakbel şirket adında ayın devralabilir²⁵⁴ ve kuruluş aşamasındaki faaliyetlerinden ötürü bazı menfaatleri edinmek isteyebilirler. Bu iki hususun şirketi bağlayabilmesi ancak bunları şirket ana sözleşmesinde yazılı olmasına bağlıdır.

10 Esas sözleşmeye imza atan kurucular ya da şirketin tüzel kişilik kazanmasından hemen sonra şirkette pay sahibi olacak ortakların, sermaye olarak taahhüt ettikleri para ve ayınların nerelere ödeneceğini bilmelerinde fayda vardır. Ortaklığın tüzel kişilik kazanmasından evvel akdedilen ve sonradan ortaklığı bağlayacak olan borçların, ortaklar tarafından getirilecek sermayeden karşılanacağı bir gerçektir. O halde sermayeyi getirenlerin bu harcamaların neler olacağını da bilmeye hakları vardır. İşte bu sebeple bir ayın devralınmasında, söz konusu işlemin mutlaka esas sözleşmede belirtilmesi gerekmektedir²⁵⁵. Şirketin kuruluşundan evvel akdedilen devir sözleşmelerinde olduğu gibi, kuruluşu müteakip iki yıl boyunca yapılacak olan ve ederi çıkartılmış sermayenin onda birini aşan, ayın devir sözleşmelerinin şirketi bağlaması da yine kanunen (bk. TTK md. 311) ağırlaştırılmış bir prosedüre tabi tutulmuştur. Üstelik TTK 311'de öngörülen yöntem, aynı sermaye konulmasına benzemektedir, zira bu devirlerde de ayın iktisadi değerinin mahkemece atanan bir bilirkişi tarafından tespit edilmesi gerekmektedir (bk. TTK md. 311/f.II). Kanun koyucunun aynı sermaye konusunda göstermiş olduğu titizliği, ayın devralınmasında da göstermesinin sebebi, kuruluştan hemen sonra yapılacak gerçek

²⁵³ Müstakbel şirket adına faaliyetin hukuki niteliğinin yetkisiz temsil olduğu ve bu faaliyetlerin şirketi bağlayabilmesinin şirket tarafından icazet verilmesine bağlı olduğu yönünde bk. **HOTZ**, s. 16 vd.

²⁵⁴ Aynı sermaye getirilmesinin (iç ilişkideki işlemler /*actes internes*) ve ayın devirlerinin (dış ilişkideki işlemler/*actes externes*) şirketi bağlayabilmesi için şirketin vereceği icazet esas sözleşmede yer alması ile olacaktır. **HOTZ**, s. 17 Bu iki kavramın birbirinden farkı için bk. **POROY (Tekinalp/Çamoğlu)**, Ortaklıklar, N. 483a, **HOTZ**, s. 61

²⁵⁵ **HOTZ**, s. 62

değeri yansıtmayan devir işlemlerinin, gerek şirketin, gerek pay sahiplerinin, gerekse alacaklıların aleyhine olabilmesidir²⁵⁶.

5 Kuruluşundan sonra derhal portföyünü oluşturması Tebliğ icabı olan GYO'lar
açısından söz konusu kanun hükmünün önemi büyüktür, zira GYO'lar kurucuları
tarafından tüzel kişilik kazanmasından evvel şirket adına bir devir sözleşmesi
yapılmış olmasa dahi, kuruluşlarından itibaren iki yıl boyunca sıklıkla ayınların
devralınmasına yönelik sözleşmeler yapmak ve bu yolla portföylerini oluşturmak
yükümlülüğü altındadırlar. Aksi takdirde, portföyünü oluşturamayan, GYO,
10 gayrimenkul yatırım ortaklığı sıfatını kaybedebilecektir.

GYO'lara ilişkin mevzuatta, TTK md. 311 hükmüne istisna getiren bir
düzenleme bulunmadığından, bu madde diğer tüm AO'lara uygulandığı gibi,
GYO'lara da emredici hüküm sıfatıyla uygulanacaktır. Lakin kanımca, söz konusu
15 hüküm gerek GYO'ların nispeten kısa bir süre içinde portföylerini oluşturmak
yükümlülüğü altında olmaları sebebiyle, gerek HAAO olmaları sebebiyle GYO'lara
uygulanmamalıdır. Bir başka ifade ile, *de lege feranda* GYO'ların TTK md. 311
hükmünden müstesna tutulmaları gerektiğini düşünmekteyim. Söz konusu hüküm
yalnızca ortaklığı zaman alan merasimleri gerçekleştirmek durumunda bırakmak
20 suretiyle, GYO'nun zaten sınırlı olan portföy oluşturma süresini daha da zora
sokacakmakla kalmayacak, aynı zamanda GYO'yu, HAAO şeklinde kurulan
ortaklıklar için büyük zorluk olan genel kurul kararı almak mecburiyetinde
bırakacaktır.

25 Kanun koyucunun GYO'yu TTK 311'den müstesna tutarken gözetmesi
gereken başka menfaatlerin başında sermayenin korunması gelir. Aynı sermaye
koymak isteyen ortak, kanundan kaynaklanan aynı sermaye koyma şartlarının
gerektirdiği külfetlere katlanmaktan kaçınmak amacıyla, daha kolay bir yöntem olan,
aynının ortaklığa devredilmesi sebebiyle şirketten olan alacağını, şirkete olan sermaye
30 borcu ile takas etmek isteyebilir. Aynı sermaye hükümlerinin, bu yolla

²⁵⁶ HOTZ, s. 62

dolanılmasının önüne geçmek ve sermayenin azalması riskinin önüne geçmek gerekmektedir. Özetle bir yandan TTK 311 merasimleri GYO'lar için zorunlu tutulmamalı, bir yandan da nakdi olarak ödenmesi gereken sermaye borcunun şirketten olan ayının devrinden kaynaklanan alacağı ile takas edilmesinin önüne geçilmesi gerekmektedir²⁵⁷. Ancak bu yollardır ki, GYO'nun portföyünü oluşturmasının önündeki zorluklar kaldırılmış olurken, aynı sermaye koyma borcunun emredici hükümlerinin dolanılmasının da önüne geçilmiş olur.

1.3.1.3 Portföy İşletmeciliği Faaliyet İzni için Aranılan Şartlar

Portföyünü oluşturan GYO'nun portföy işletmeciliği faaliyet izni almak için SPK'ya, GYO Tebliği md. 12 ve Portföy Yöneticiliği Tebliği'nin uygun düşen hükümleri uyarınca başvuracağı bir kere hatırlatıldıktan sonra²⁵⁸, bu mevzuat çerçevesinde başvurunun ve başvuru üzerine SPK'nın yapacağı incelemenin ne şekilde gerçekleştirileceğine değinmek gerekir.

GYO Tebliği md. 12/f.I portföy işletmeciliği faaliyet izninin GYO'ya verilmesi “ortaklığın faaliyetlerini yürütmeye elverişli bir mekâna, donanıma, personele, organizasyona, yöneticilere sahip” olduğunun kanıtlanması halinde mümkündür. Çok genel nitelikli olarak sayılmış bu kriterlerin sağlanması için GYO'nun yerine getirmesi gerekenlerin belirlenmesinde, uygun düştüğü ölçüde Portföy Yöneticiliği Tebliği'ne başvurulacaktır. Portföy Yöneticiliği Tebliği'nin 8. ve 9. maddeleri GYO'nun ihtiyaç duyduğu faaliyet izninin hangi şartlar altında verildiği hususunda hükümler içermektedir. Bu hükümlerin portföy işletmeciliği faaliyeti için uygun düştüğü ölçüde ve GYO Tebliği ile çatışmayan hükümleri ile GYO'nun faaliyet iznine uygulanacaktır. Aşağıda Portföy Yöneticiliği Tebliği ile tespit edilen şartların neler olduğu daha yakından incelenecektir. Söz konusu şartları ortaklığın mali yeterliliğine ilişkin şartlar ve portföy işletmeciliğinin profesyonel olarak sağlanmasına ilişkin şartlar olarak iki başlık altında incelemek mümkündür. Portföy

²⁵⁷ Anonim ortaklıklarda, sermaye borcunun takas yöntemiyle ödenmesi hakkında bk. **HOLZ**, s. 56 vd.

²⁵⁸ Bk. yukarıda 1.3.1.1 no'lu başlık altındaki açıklamalar

işletmeciliği izni başvurusu her ne kadar kuruluş aşamasında yapılmış olsa da, bu şartların varlığının halka arz aşamasında yapılacağına hatırlatılmasında fayda vardır²⁵⁹.

1.3.1.3.1 Ortaklığı mali yeterliliğine ilişkin şartlar

Portföy Yöneticiliği Tebliği üçüncü şahısların portföylerini işletecek olan 5 portföy yönetim şirketlerinin kendi malvarlıklarının sağlam olduğundan ve ortaklık yapılarının oluşturulmasında mevzuata aykırı bir işlem yapılmamış olduğundan emin olmak istemektedir. Her ne kadar GYO üçüncü kişilerin portföyünü değil, bizzat kendi portföyünü işletecek olsa da, mali yeterlilik şartlarından bir kısmının GYO'ya da uygulanması gerekmektedir. Bu doğrultuda Portföy Yöneticiliği Tebliği'nde 10 faaliyet şartlarını düzenleyen 8. maddenin a, b ve c bentlerinde ortaklığın kuruluş şartlarının korunuyor olduğunun tespiti, sermaye yeterliliğine ilişkin yükümlülüklerin ve blokaj yükümlülüğünün yerine getirilmiş olduğunun tespiti aranmaktadır. SPK'nın faaliyet izni vermek amacıyla portföy yönetim şirketlerinden 15 talep etmiş olduğu bu yükümlülüklerin, ne ölçüde portföy işletmeciliği faaliyetiyle örtüştüğünün araştırılması, bunların ne ölçüde GYO'lardan da talep edileceğinin tespitinde önem arz etmektedir.

Gayrimenkule dayalı bir portföyü işletmek amacıyla kurulan GYO'nun, kuruluşunda aranan şartları, faaliyet izni aşamasında da taşıyor olması gerekir. Bu 20 açıdan Portföy Yöneticiliği Tebliği md. 8/f.I/b(a)'da aranan "*kuruluş şartlarını kaybetmemiş olması*" şartının GYO'nun faaliyet izni talebinde de aranması

²⁵⁹ Susar, başvurunun kuruluşta dahi evvel yapılması gerekirken, başvurunun incelenmesi ve faaliyet izninin verilmesinin halka arz aşamasında yapılacak olmasının ilk bakışta çelişkili gibi gözüktüğünü belirtmekte ancak bunun iki sebebi olduğunu hatırlatmaktadır. Susar'a göre bu sebepler, kanunen portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak zorunda olan GYO'ların, daha kuruluşundan bu amacın gözetilmek istenmesi ve kuruluş aşamasında mümkün olmayan ve ancak portföyün oluşturulmasından sonra mümkün olan, portföyün GYO Tebliğinde öngörülen sınırlamalara uyup uymadığının tespitinin sağlanmasıdır. **SUSAR**, s. 81 Ne var ki, portföy işletmeciliği faaliyet izni verilmesi aşamasındaki şartları gösteren mevzuattaki hiçbir hüküm, GYO'ların oluşturmuş oldukları portföyün GYO Tebliği'nde belirtilen şartlara uygun olup olmadığının araştırılmasını emretmemekte, bu şartlara uyan nitelikte portföy oluşturamamış GYO'ların faaliyet izni alamayacaklarını hükme bağlamamaktadır. En azından GYO Tebliğinde bu yönde bir hüküm bulunması portföy üzerinde, faaliyet izni aşamasında yapılacak bu yöndeki bir değerlendirme için hukuki dayanak oluşturabilecektir.

gerekmektedir. Faaliyet izni başvurusunda Portföy Yöneticiliği Tebliği'nde aranan şartlardan md.8/f.I/b(b) bendi “*Kurulun, Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin düzenlemeleri ile öngörülen tüm yükümlülükleri yerine getirmiş olması*” şartını aramaktadır²⁶⁰. Bu şartın Portföy Yöneticiliği Tebliği md. 5 1/f.II'de yer alan “*yatırım ortaklıklarına ilişkin hükümler saklıdır*” ifadesi göz önünde bulundurularak değerlendirilmesi gerekmektedir. GYO Tebliği'nin özel olarak GYO'lar açısından tespit etmiş olduğu, *lex specialis* niteliğinde, sermaye yeterliliğine ilişkin hükümleri olduğundan, GYO'ların faaliyet izninin alınmasında, GYO Tebliğinde yer alan sermaye yeterliliğine ilişkin hükümlere uygunluk gerekli ve yeterli görülmelidir. Aynı sebeple, Portföy Yöneticiliği Tebliği md. 8/f.I/b(c)'de yer alan “Blokaj yükümlülüğünün yerine getirilmiş olması” şartının da GYO'ların faaliyet izninin verilmesinde aranmaması gerekmektedir. Zira GYO Tebliği'nde sermaye yeterliliğine ilişkin olarak getirilen hükümlerde, blokaj yükümlülüğünden bahsedilmemiştir. GYO Tebliği'nin sermayeye ilişkin hükümleri *lex specialis* olarak değerlendirilip, GYO'lar açısından blokaj yükümlülüğünün olmadığı söylenmesi gerekecektir. Gerek sermaye yeterliliğine ilişkin Portföy Yönetimi Tebliği'nde yer alan şartların, gerek aynı Tebliğ'de yer alan blokaj yükümlülüğünün *ratio legis*'inin, üçüncü kişilerin portföyleri üzerinde tasarrufta bulunacak olan ortaklıkların, muhtemel hukuki sorumluluklarına karşı bir güvence oluşturmak olduğu hatırd tutulmalıdır. GYO'ların ise yönetecekleri portföy kendilerine ait olduğundan böyle bir fazladan güvence getirilmesine gerek duyulmadan, GYO Tebliği'nde yer alan mali yeterlilik şartları ile yetinilmelidir.

1.3.1.3.2 Portföy İşletmeciliğinin Profesyonel Olarak Sağlanmasına İlişkin Şartlar

GYO Tebliği md. 12/f.I uyarınca, GYO'ya portföy işletmeciliği faaliyet izni verilebilmesi için “*ortaklığın faaliyetlerini yürütmeye elverişli bir mekâna, donanımına, personele, organizasyona, yöneticilere sahip olup olmadığını inceler*” bu

²⁶⁰ Seri:V, No: 34 sayılı “Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği” ile portföy yöneticiliği faaliyetinde bulunacak şirketlerin de sermaye yeterliliklerine ilişkin esaslar düzenlenmiştir.

inceleme sonucunda, şayet SPK GYO'nun oluşturmuş olduğu portföyünü yönetmesinin mümkün olduğuna karar verirse faaliyet iznini verir.

Portföy Yöneticiliği Tebliğ md. 8/f.I/b(d)'de faaliyet izni talep eden kuruluşun

5 “portföy saklama kuruluşlarından hizmet alınması konusunda bu kuruluşlarla sözleşme imzalanması” şartını yerine getirmesini aramakla birlikte, bendin ikinci fıkrasında bu şartın “kurumsal yatırımcıların (yatırım ... ortaklıkları) portföylerinin yönetimini yapacak ve bunun dışında herhangi bir kişi veya kuruma portföy yöneticiliği hizmeti sunmayacak portföy yönetim şirketleri için” aranmayacağı hükme

10 bağlanmıştır. GYO Tebliği md. 24/f.I/b(c)'de yer alan “kendi adına portföy işletmeciliği faaliyeti dışında sermaye piyasası faaliyetinde” bulunma yasağı çerçevesinde, GYO'nun portföy saklama kuruluşu ile sözleşme yapma yükümlülüğünden müstesna olmak için maddede belirtilen iki şartı da yerine getirdiğini söyleyebiliriz, nitekim GYO, kurumsal bir yatırımcının portföyünü, yani

15 kendi portföyünü yönetecektir ve kendi portföyünden başkaca bir portföyü yönetmesi Tebliğ ile yasaklanmıştır. O halde GYO'nun portföy saklama kuruluşu ile sözleşme yapma zorunluluğu bulunmamaktadır.

GYO Tebliği md. 12/f.I uyarınca “ortaklığın faaliyetini yürütmeye elverişli ...

20 personele, ... yöneticilere sahip olup olmadığını” incelemesinin yapılması gerekmektedir. Bu elverişlilik incelemesinde hangi hususların dikkate alınacağı Portföy Yöneticiliği Tebliği md. 8/f.I/b(e)'de yer bulmaktadır. İlgili bentte portföyün işletmesinde ve bu faaliyetin denetlenmesinde söz sahibi olacak olan “yönetici, ihtisas personeli, iç denetçi ve müfettişlerin” kendileri ve sınırsız sorumlu oldukları

25 kuruluşlar hakkında iflas kararı verilmemiş ve konkordato ilan edilmemiş olması şartı ile Seri:V, No: 46 sayılı Tebliğ md. 9/f.I/b(d)'de yer alan şartları²⁶¹ taşımaları

²⁶¹ Bu şartlar; “... 1) Sermaye piyasası mevzuatı, 4389 sayılı Bankalar Kanunu, 4208 sayılı Karaparanın Aklanmasının Önlenmesine Dair Kanun ile ödünç para verme işleri hakkında mevzuata aykırılıktan ve/veya taksirli suçlar hariç olmak üzere affa uğramış olsalar dahi ağır hapis veya 5 yıldan fazla hapis yahut zimmet, nitelikli zimmet, irtikap, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, inancı kötüye kullanma, dolanlı iflas gibi yüz kızartıcı suçlar ile istimal ve istihlak kaçakçılığı dışında kalan kaçakçılık suçları; resmi ihale ve alım satımlara fesat karıştırma veya Devlet sırlarını açığa vurma, vergi kaçakçılığı veya vergi kaçakçılığına teşebbüs suçlarından dolayı hüküm giymemiş olması, 2) Kanun'un 33 üncü maddesinin (f) bendinde kurucular için aranan şartı taşıması, 3) Faaliyet yetki belgelerinden biri veya birden fazlası Kurul'ca iptal edilmiş yahut borsa üyeliğinden

gerektiği hükme bağlanmıştır. Söz konusu şartların aranması ile SPK, portföy yönetimi ve denetiminde söz sahibi olabilecek kişilerin güvenilir kimselerden oluşmasını sağlamak amacını gütmektedir. GYO yönetim kurulu üyeleri ile denetçilerinin sahip olmaları gereken şartlar GYO Tebliği md. 17/f.I göndermesi ile 5 md. 7/f.I/b(a), (b) ve (c)'de özel olarak gösterilmiştir. Bu sebeple, ortaklık yönetim ve denetim kurulu üyelerine GYO Tebliği'ndeki şartlar uygulanacaktır. Portföy İşletmeciliği Tebliği'nde gösterilen şartlar ise yönetim ve denetim kurulu üyeleri haricinde, md. 8/f.I'de sayılan kimselerde aranacaktır. Bunlar, ortaklık yöneticileri, ihtisas personeli ve müfettişleridir²⁶².

10 Bu kişilerin bir kere güvenilir kimselerden oluştukları tespit edildikten sonra, Tebliğ, söz konusu kişilerin portföy işletmeciliği konusunda yetkin kimseler olduğunun da güvence altına alınmasını istemektedir. Bu bağlamda Portföy Yöneticiliği Tebliği md. 8/f.I/b(f)'de "*Bünyesinde portföy yöneticiliği faaliyetinin yürütülebilmesi için Kurulun lisanslama düzenlemeleri çerçevesinde lisans belgesine* 15 *sahip, en az dört yıllık lisans eğitimi veren kurumlardan mezun olma şartını taşıyan, yeterli sayıda portföy yöneticisi istihdam etmiş*" bulunma şartı yer almaktadır. GYO Tebliği'nin 17. maddesinde GYO portföyünün yönetiminden mesul bulunan yönetim ve denetim kurulu üyeleri, 19. maddesinde genel müdürler için özellikli şartlar aranmakta olduğundan, portföy işletmeciliği faaliyet izni talebinin 20 değerlendirilmesinde, Portföy Yöneticiliği Tebliği md. 8/f.I/b(f)'de yer alan; lisans sahibi olma ve en az dört yıllık lisans eğitimi veren kurumlardan mezun olma şartlarının, ancak YK veya DK üyesi olanlar ile genel müdürden başka yönetici ve müfettişlerde aranması gerekecektir.

sürekli olarak çıkarılmış kuruluşlarda, bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu bulunan kişilerden olmaması, 4) Ödeme Güçlüğü İçinde Bulunan Bankerlerin İşlemleri Hakkında 35 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ve eklerine göre kendileri veya ortağı olduğu kuruluşlar hakkında tasfiye kararı verilmemiş olması, 5) (Ek: Seri: V, No: 49 sayılı Tebliğ ile) Kanun'un 46 ncı maddesinin (i) bendi uyarınca işlem yasaklı olmaması (Bu şart ortaklar için kuruluş ve pay devirlerinde aranır) ..."

²⁶² Yönetici ve ihtisas personeli kavramları Portföy Yöneticiliği Tebliğinde ayrıca açıklanmış değildir. Kavramlar, Seri:V No:34 sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'in 9. Maddesinin birinci fıkrasının f bendinde tanımlanmaktadır. Buna göre "*Aracı kurum yöneticileri; yönetim kurulu üyeleri, genel müdür, genel müdür yardımcıları ve aracı kurum bünyesinde bulunan birimlerin yönetiminden sorumlu olan kişileri, ihtisas personeli ise aracı kurum bünyesinde bulunan birimlerin yönetiminden sorumlu kişilere bağlı olarak çalışan müşteri temsilcisi, borsa üye temsilcisi, kurumsal finansman uzmanı, portföy yöneticisi, yatırım danışmanı ile yaptıkları iş itibarıyla benzer sorumluluğu taşıyan diğer kişileri ifade eder.*"

Faaliyet izni verecek olan SPK'nın YK ve DK üyeleri ile istihdam edilen diğer yönetici ve ihtisas personeli ile müfettişin yukarıda açıklanan asgari şartları yerine getirmiş olduklarının tespiti gerekli fakat yeterli görülmemektedir. SPK'nın faaliyet izni incelemesinde ayrıca, YK üyeleri ile portföy işletilmesinde söz sahibi olmak üzere istihdam edilen kimselerin, oluşturulmuş olan portföyün işletilmesini için yeterli sayıda olduğu hususunda kanaat getirmesi gerekmektedir. SPK bu husustaki takdir yetkisini tebliğler ile sınırlamış olmayıp, söz konusu değerlendirmeyi her bir başvuru için, o başvurunun özelliklerini göz önünde bulundurarak yapacaktır.

10 Kanımca bu hususta SPK'nın takdir yetkisinin en geniş şekilde bırakılmış olması yerindedir, zira personelin yeterli olup olmadığına, her bir başvuruda ortaklığın oluşturmuş olduğu özgün nitelikli portföyün büyüklük ve niteliğine bakılarak karar verilecektir.

15 GYO Tebliği md. 12/f.I uyarınca “*ortaklığın faaliyetlerini yürütmeye elverişli bir mekâna, donanım, ... organizasyona*” sahip olması gerekmektedir. Portföy işletmeciliği faaliyeti için elverişli donanım ve organizasyona sahip olunup olunmadığının incelenmesinde, Portföy Yöneticiliği Tebliği md. 8/f.I/b(g) hangi hususlara dikkat edileceği konusunda açıklık getirmektedir. Portföy işletmeciliği için

20 başvurmuş olan GYO'nun bu başvurusunun değerlendirilmesi için Portföy Yöneticiliği Tebliği md. 8/f.I/b(g) uyarınca, öncelikle portföy işletmeciliği faaliyetinin yerine getirilebilmesi amacıyla gerekli mekânın edinildiği ve organizasyonun kurulmuş olduğu tespit edilmelidir. Bent, yeterli organizasyonun kurulmuş olup olmadığı hususunun, tahdidi olarak saymamış olmakla beraber, bazı

25 noktalara dikkat çekmek yöntemi ile araştırılması gerektiğini vurgulamaktadır. Şöyle ki, bent ortaklığın “*Portföy yöneticiliği ile araştırma faaliyetlerinin yürütülmesine uygun sağlıklı bir yönetim, Kurulca yapılan düzenlemelere uygun muhasebe kayıt, bilgi ve belge sistemi ile düzenli iş akışı ve haberleşmeyi sağlayacak yeterli bir organizasyonu kurmuş, teknik donanımı sağlamış, ... iç kontrol ve denetim sistemini*

kurmuş, personelin buna uygun görev tanımları ile yetki ve sorumluluklarını belirlemiş olması” şartını koymaktadır²⁶³.

1.3.1.4 Başvurunun değerlendirilmesi

5 SPK’nın faaliyet izni talebine olumlu yanıt verebilmesi, ancak başvuran GYO’nun oluşturmuş olduğu portföyü işletebilmeye yetkin olduğu konusunda yukarıda açıklanan kriterler uyarınca kanaate varılması ile mümkündür. Değerlendirme esnasında SPK, yukarıda ayrıntılarını incelediğimiz bir takım asgari şartları ararken, takdir yetkisini kullanmak sureti ile her bir başvuru özelinde, söz
10 konusu GYO’nun oluşturmuş olduğu portföy ve faaliyet göstereceği sahayı da göz önünde bulundurarak karar verecektir. Bu anlamda Portföy Yöneticiliği Tebliği md. 9/f.I SPK’nın izin prosedürü çerçevesindeki takdir yetkisini vurgulamaktadır. Tabiidir ki, SPK’nın izin başvurusuna olumlu ya da olumsuz olarak vereceği cevap, idari bir işlem niteliğinde olacağından, karara karşı GYO’nun Danıştay’da dava
15 açması mümkün olabilecektir.

Faaliyet izni için SPK’ya ilk olarak kuruluş aşamasında başvuran GYO’nun, bu başvurusunun değerlendirilmesi, GYO Tebliği md. 12/f.I/c.I uyarınca halka arzda hisse senetlerinin kurul kaydına alınması aşamasında, yani kuruluştan itibaren bir ila
20 beş sene sonra değerlendirilecektir. Kanımca, GYO’nun hisse senetlerinin halka arzı aşamasında, portföy işletmeciliği faaliyet izni için olan başvurusunu yenilemesi ve yukarıda incelenen şartları yerine getirdiğini ve özellikle oluşturmuş olduğu portföyün GYO Tebliğine uygun olduğunu kanıtlayan belgeleri, değerlendirme için SPK’ya sunması gerekmektedir. Her ne kadar bu hususta GYO Tebliği’nde bir açıklık
25 yoksa da, SPK’nın takdir yetkisini kullanırken inceleyeceği belgelerin, GYO’nun son halini gösterir nitelikte olması amacıyla bu aşamada bir takım belgelerin tekrardan SPK’ya sunulması gerektiği açıktır. Yorum yolu ile ulaşılabilen bu sonucun, yani

²⁶³ İlgili bent “22. Madde esaslarına uygun bir iç kontrol ve denetim sistemini kurmuş olmaktan bahsetmektedir.” 22. Madde ise Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin ilgili hükümlerine gönderme yapmaktadır. Ne var ki, Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin iç kontrol ve teftişe ilişkin söz konusu maddeleri Seri: V, No: 68 sayılı Tebliğin 23 üncü maddesi ile yürürlükten kaldırılmış olduğundan, iç kontrol mekanizması ile ilgili şartların da aranmasına gerek kalmamış bulunmaktadır.

ortaklığın faaliyet izni talebine ilişkin son durumunu gösterir belgeleri, halka arz aşamasında SPK'ya tekrar sunması gerektiğinin, GYO Tebliği'ne bir hüküm eklenerek, açıklığa kavuşturulması gerekmektedir.

1.3.2 Halka Açık Anonim Ortaklık Statüsünün Edinilmesi

5 GYO'lara sağlanan vergi avantajlarının saikleri arasında, kanuni halka açılma zorunluluğu vardır, zira kanun koyucu bu yolla, bir yandan sermaye piyasasına bir yandan da gayrimenkul piyasasına canlılık kazandırmayı amaçlamaktadır²⁶⁴. GYO, mevzuat uyarınca asgari olarak %49 oranında halka açık olarak faaliyet göstermek zorundadır. GYO'ların halka açılmalarında, azami süresi içinde asgari %49'luk halka
10 açıklık oranına ulaşılması zorunluluğunun yanı sıra, her ne kadar Tebliğ'de açık bir hükümle ifade edilmemiş olsa da faaliyetleri boyunca, sermaye artırımlarında da her zaman bu %49'luk halka açıklık oranının korunmasına özen göstermek mecburiyetleri vardır²⁶⁵. GYO'nun halka açık olma zorunluluğu SerPK'da yer alan sarıh bir hükümden kaynaklanmamaktadır. Yine de GYO'nun halka açık olmak
15 zorunluluğunun, kanununun 36. maddesinin 1. fıkrasının a bendinde, GYO'ların mutlaka kayıtlı sermayeli olarak kurulması zorunluluğunu düzenleyen hükümden yola çıkılarak, dolaylı olarak düzenlenmiş olduğu söylenebilir²⁶⁶. Şöyle ki, anonim ortaklıkların kayıtlı sermaye olanağından yararlanabilmeleri ancak bir HAAO'ya dönüşmeleri şartı ile mümkündür²⁶⁷. O halde GYO'ların kayıtlı sermayeli olarak
20 kurulmalarını zorunlu tutan kanun hükmünün, aynı zamanda bu ortaklıkların halka açık nitelikte olmasını da dolaylı olarak zorunlu tuttuğu söylenebilir. Bu durumda, ister bir esas sözleşme değişikliği (Tebliğ'deki ifade ile dönüşüm yolu) ile, ister yeni bir anonim ortaklığın kurulması yolu ile bir GYO ihdas edilmiş olsun, bu ortaklığın halka açık nitelikte olması icap etmektedir.

²⁶⁴ ÇOLAK/ALICI, s. 40

²⁶⁵ ÇOLAK/ALICI, s. 40

²⁶⁶ BAHTİYAR, Kayıtlı Sermaye, s. 60 Yazar, kayıtlı sermaye sisteminin kural olarak ihtiyari bir sistem olduğunu ancak bu konuda yatırım ortaklıklarının istisnai bir durum arz ettiklerini belirtmekte ve SerPK md. 36'nın yorumlanmasından yatırım ortaklıkları açısından kayıtlı sermaye sisteminin zorunlu tutulduğunu hatırlatmaktadır.

²⁶⁷ Söz konusu şart kanuni dayanağını SerPK md. 12/f.I hükmünde bulmaktadır; "hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulan anonim ortaklıklar ile kurulmuş olup da sermaye artırmak suretiyle hisse senetlerini halka arz edecek olan anonim ortaklıklar, kuruldan izin almak şartı ile kayıtlı sermaye sistemini kabul edebilirler"

SerPK uyarınca bir şirketin halka açık niteliğe bürünmesi için, mutlaka hisse senetlerinin halka arz işleminin gerçekleşmesi gerekmektedir. SerPK md. 3/f.I/b(g) uyarınca bir ortaklığın halka açık nitelikte olması için hisse senetlerinin halka arz edilmiş olması mümkün olduğu gibi, hisse senetlerinin hakla arz edilmiş sayılması da mümkündür. SerPK md. 11/f.I uyarınca “*Pay sahibi sayısı 250’yi aşan anonim ortaklıkların hisse senetleri halka arz olunmuş sayılır ve bu ortaklıklar, halka açık anonim ortaklık hükümlerine tabi olurlar.*” O halde denilebilir ki, GYO’nun kanunen zorunlu olan kayıtlı sermaye şartını yerine getirmesi için, hisse senetlerini halka arz etmesi zorunlu değildir, zira GYO pay sahibi sayısını hisse senetlerini halka arz etmeksizin 250’nin üstüne çıkartabilir ve bu yolla HAAO hükümlerine tabi olmuş olacağından, kanuni kayıtlı sermaye zorunluluğunu da sağlayabilir²⁶⁸.

Yukarıdaki paragrafta açıkladığımız olasılık teorik olarak mümkün olmakla beraber, GYO Tebliği sebebiyle mümkün değilmiş gibi görünmektedir. GYO Tebliği md. 10, GYO’nun aynı maddede belirtilen süreler içinde “*halka arz başvuru formunu ve formda belirtilen belgeleri tamamlayarak Kurula başvurmayan ... ortaklıkların, gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak faaliyette bulunma hakları ortadan kalkar*” düzenlemesi ile, HAAO niteliğini elde etmek için ortaklığa halka arz yönteminden başka bir seçenek sunmamıştır. Böyle bir olanağın tanınmaması bir yana, halka arz işlemini gerçekleştirilmeyen GYO’ların “*faaliyette bulunma haklarının*” ortadan kalkacağı hükme bağlanmaktadır. Başka bir deyişle, söz konusu hüküm, kanunla GYO’lara tanınmış bir imkânın (halka arz yapılmaksızın HAAO’ya dönüşme imkânının) kullanılmasına izin vermemek bir yana, bu halde ortaklıkları

²⁶⁸ Bahtiyar, haklı olarak Tebliğ’de bu hususta hüküm olmamasını eleştirmekte ve pay sahibi sayısı 250’yi aşan ortaklıkların halka arz zorunluluğundan muaf tutulmalarının yerinde olacağına işaret etmektedir. **BAHTİYAR**, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, s. 75; Bahtiyar, SerPK’nın kayıtlı sermaye sistemine ilişkin eserinde de, aynı yönde, SerPK md. 12’de HAAO ifadesinin yer almamasının, halka açık sayılan ortakların kayıtlı sermaye sisteminden yararlanamayacağı şeklinde yorumlanmaması gerektiğine işaret etmektedir. Yazar, bu hükmün SerPK md. 3/f.I/b(g) ile beraber yorumundan, halka açık sayılan anonim ortaklıkların da kayıtlı sermaye sisteminden yararlanabilmesi gerektiğini sonucuna varmaktadır. **BAHTİYAR**, Kayıtlı Sermaye, s. 70; aynı yönde **POROY (Tekinalp/Çamoğlu)**, Ortaklıklar, N. 430a, **TEKİNALP**, Sermaye Piyasası, s. 48, Oğuz Kürşat **ÜNAL**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, Ankara 2005, s. 336, doktrinde azınlıkta kalan bir görüş ise, halka açık sayılan anonim ortaklıkların kayıtlı sermaye sisteminden yararlanamayacağını savunmakta bu görüşlerini ise SerPK md. 12/f.I’ın lafzına dayandırmaktadırlar. Bk. **REİSOĞLU**, s. 22, **AYTAÇ**, Kayıtlı Sermaye, s. 274

“cezalandırmaktadır.” Kanunun bahsettiği bir hakkın, Tebliğ ile kaldırılması normlar hiyerarşisine aykırıdır.

GYO hisse senetlerinin halka arzında GYO Tebliği'nin 10-14. Maddeleri, *lex specialis* olmaları sebebiyle öncelikle uygulanacaktır. GYO Tebliği'nin yetersiz ya da suskun kaldığı durumlarda, Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: I, No: 26) de uygulama alanı bulacaktır. Aşağıda GYO hisse senetlerinin halka arzı incelenirken, doktrinel açıklamalar el verdiğince, halka arz işleminde izlenmesi gereken kronolojik yol takip edilmeye çalışılacaktır. Bu bağlamda öncelikle hisse senetlerinin kurul kaydına alınması meselesi, ardından hisse senetlerinin halka arzı ve son olarak da hisse senetlerinin borsaya kotasyonu hususlarına değinilecektir.

1.3.2.1 Kurul Kaydına Alınma

SerPK md. 4/f.I uyarınca halka arz olunacak hisse senetlerinin kurul kaydına alınması zorunludur²⁶⁹. Bu zorunluluk halka arzda kamunun aydınlatılması amacı yönünden konulmuştur²⁷⁰. Her ne kadar kayda almadan evvel *stricto sensu* halka arz, yani hisse senetlerinin satışı işlemine başlanılamayacağı hakkında mevzuatımızda açık bir hüküm yoksa da, doktrinde bu satışın mümkün olmadığı ifade edilmektedir²⁷¹. SerPK md. 46/f.I/b(a) hükmü ile kayda alma yükümlülüğü yerine getirilmeksizin yapılan halka arz ve satış işlemlerinin durdurulması için tedbir almaya ve izinsiz sermaye piyasası işlemlerinin sonuçlarının iptali için dava açmaya kurul yetkilidir²⁷². Kurul kaydına alma başvurusundan itibaren tüm halka arz sürecinin aracı kuruluşlar vasıtası ile yapılması zorunludur²⁷³.

²⁶⁹ Maddede 29.4.1992 tarihli ve 3794 sayılı kanun vasıtasıyla yapılan değişiklikten evvel, söz konusu kayda alma zorunluluğunun menkul kıymetlerin halka arzı için izin zorunluluğu olduğu ve bu iki sistemin farkı hakkında bk. **AYOĞLU**, s. 44 vd. Kayda alma zorunluluğunun yerine getirilmemesi halinde öngörülen müeyyideler hakkında ayrıntılı bilgi için bk. **AYOĞLU**, s. 117, 118

²⁷⁰ **BAHTİYAR**, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, s. 101

²⁷¹ **AYOĞLU**, s. 106; **BAHTİYAR**, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, s. 102

²⁷² Kurulun bu yetkileri bir yana, kurul kaydı olmaksızın halka arz yapan ihraççı ile hisse senedini alan kişi arasındaki ilişkinin hukuki akıbeti hakkında bk. **AYOĞLU**, s. 118

²⁷³ **ÇOLAK/ALICI**, s. 55

1.3.2.1.1 Kurul Kaydına Başvuru Süresi

GYO olarak faaliyette bulunmak isteyen ortaklığın, kuruluş ya da (dönüşüm yolu ile kuruluşta) esas sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilini takiben, Tebliğ vasıtasıyla belirlenmiş bir süre içinde hisse senetlerinin kurul kaydına alınması için SPK'ya başvurması zorunludur. Tebliğ tarafından azami olarak belirlenen bu süre GYO'nun ödenmiş sermayesinin miktarına göre farklı olarak düzenlenmiştir. Söz konusu süreler ortaklığın portföyünü oluşturulması için Tebliğ tarafından belirlenen süreler ile aynı olup sermayesi 50 milyon TL'nin altında olanlar için 1 yıl, 50 milyon TL ve 50 milyon TL'den fazla 100 milyon TL'den az olanlar için 3 yıl, 100 milyon TL ve daha fazla olanlar için ise 5 yıl olarak belirlenmiştir.

Belirtilen bu süreler içinde, asgari halka açıklık oranı bir kere yapılacak bir halka arz işlemi ile ya da birden fazla kereler yapılabilecek halka arz işlemleri ile elde edilebilir²⁷⁴. Tebliğ'de gösterilen ilgili azami süreleri içinde, halka arz için başvurmayan ya da başvurusu SPK'ca reddedilen ortaklıklar, Tebliğ md. 10/f.II uyarınca, bu sürenin sonunda ya da red kararının bildirildiği tarihten itibaren en geç 3 ay içinde esas sözleşmelerini GYO faaliyetlerini kapsamayacak şekilde değiştirmek ve kayıtlı sermaye sisteminden çıkmak için SPK'ya başvurmak zorundadır. Aksi takdirde söz konusu GYO'lar TTK md. 434/I-2,6 bentleri uyarınca münfesihi addolunur²⁷⁵. Ne var ki, hisse senetlerinin halka arz edileceği piyasalarda, yani GYO'lar açısından İMKB birincil piyasasında, önemli olumsuzluklar meydana geldiğinde, GYO'nun talebi üzerine bu halka arz süresi uzatılabilir²⁷⁶. Tebliğ'de bir açıklık bulunmadığından, bu sürenin SPK tarafından, her bir münferit vakıa için uygun görülecek süre kadar ve birden fazla kereler uzatılabileceği sonucuna varmak gerekir, zira GYO Tebliği'nin, Seri:VI, No:17 sayılı Tebliğin 7. maddesi ile değiştirilmeden evvel sürenin ancak bir kere ve bir yıl ile sınırlı olmak koşulu ile uzatılması mümkün idi. SPK'ya tanınan (bir kere ve bir yıl ile) sınırlandırılmış takdir hakkının, mevzuat değişikliği ile sınırlarının kaldırılması, süre uzatımındaki takdir hakkının, uzatılacak süre ve verilebilecek uzatmanın sayısı için de kullanılacağı şeklinde yorumlanmalıdır.

²⁷⁴ ÇOLAK/ALICI, s. 51

²⁷⁵ Bk. Aşağıda 1.4.1.2.1 no'lu başlık altındaki açıklamalar

²⁷⁶ Bu süre uzatımının yalnızca halka arza etkili olacağı, portföyün oluşturulması süresinin uzamış sayılmayacağı yönünde bk. Yukarıda 1.3.1.2 no'lu başlık altındaki açıklamalar

Tebliğ'in 12. maddesinde kurul kaydına alma başvurusu ile portföy işletmeciliği izninin aynı anda değerlendirileceği hükme bağlanmıştır. Buna göre kurul kaydına alınmak için başvuran GYO'nun, daha önceden portföy işletmeciliği izni için SPK'ya başvurmuş olması ya da en geç kurul kaydına alınmak için 5 başvuracağı sırada portföy işletmeciliği izni için de başvurması gerekmektedir, zira Kurul bu iki başvuruyu beraber incelemektedir.

1.3.2.1.2 Kayda alınacak hisse senetleri ve Raf Kayıt Sistemi

GYO tarafından yapılan kurul kaydına alınma başvurusu sonucunda SPK olumlu yanıt verirse, SPK'nın yerleşmiş uygulaması uyarınca, halka arz edilsin, edilmesin GYO'nun tüm hisse senetleri kurul kaydına alınmaktadır²⁷⁷. SerPK md. 10 28/f.II uyarınca kayda alma ücreti tüm hisse senetleri üzerinden hesaplanmaktadır. Ancak halka arz edilecek olan hisse senetleri halka arz değeri üzerinden, halka arz edilmeyecek olan hisse senetleri ise nominal değerleri üzerinden kurul kaydına alınmaktadır²⁷⁸. Ayoğlu, SPK'nın bu uygulamasının, SerPK'nın "*ihraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının kayda alınacağı*" yönündeki düzenlemesi 15 ile uyumlu olmadığı kanısındadır²⁷⁹. SPK'nın bu uygulaması aynı zamanda, GYO'lar özelinde, Tebliğ'in 10. maddesinin "*halka arz edilecek hisse senetlerinin kayda alınması*" ifadesi ile de uyumlu değildir.

Yalnızca kanunun hükmüne değil, kurulun bizzat çıkardığı GYO Tebliği'nin 20 ifadesine de aykırı olarak, anonim ortaklığın tüm hisse senetlerini kayda alması karşısında, GYO Tebliği'ne özel bir hususun daha açıklığa kavuşturulmasını gerektirmektedir. GYO Tebliği'nde asgari halka açıklık oranının, belirli bir süre içinde elde edilmesi zorunluluğu doğrudan değil dolaylı şekilde yer almıştır. GYO Tebliği md. 10/f.I'de, ödenmiş sermayenin "*asgari % 49'unu temsil eden halka arz 25 edilecek payların kayda alınması*" zorunluluğu getirilmiş, yoksa halka arzı

²⁷⁷ AYOĞLU, s. 49

²⁷⁸ Bu işlemin ardından, şayet şirket halka açık olmayan hisse senetlerini halka açmaya karar verirse, tekrardan kayda alma işlemi yapılmamakta ve fakat nominal değer ile halka arz değeri arasındaki fark üzerinden hesaplanacak bir kayıt ücreti talep edilmektedir. AYOĞLU, s. 49

²⁷⁹ AYOĞLU, s. 49

zorunluluğu getirilmemiştir. Tabiidir ki, kayda alınan hisse senetlerinin halka arz edilmesi ile zorunlu %49'luk halka açıklık da elde edilmiş olacaktır.

5 SPK'nın Kanuna ve Tebliğe aykırı uygulaması, GYO Tebliği'nin bu hükmünün amacına aykırı olacak şekilde uygulanmasına sebebiyet verebilecek niteliktedir. Tebliğ ile belirlenmiş azami süre içinde, asgari % 49'luk halka açıklık oranını yakalamak durumunda olan GYO'nun, bu şartı tek bir halka arz işlemi ile yerine getirmesi zorunlu değildir, birden fazla kereler yapılan halka arzlar ile asgari halka açıklık oranının elde edilmesi mümkündür. Hisse senetlerinin (SPK 10 uygulaması sebebiyle halka arz edilecek olan kısmı değil) tamamı kurul kaydına alınıp, asgari halka açıklık oranından daha az bir oranı halka arz olunan GYO, asgari halka açıklık şartını yerine getirmemiş olmakla birlikte, Tebliğ'in 10. maddesinde yer alan zorunluluğu (paylarının %49'unun kurul kaydına alınmış olması zorunluluğunu) yerine getirmiş olacaktır. Başka bir ifade ile, %49'dan daha düşük 15 oranda halka açılmış bir GYO, Tebliğ md. 10'da getirilen asgari %49 hisse senedinin kurul kaydına alınmış olması şartını, SPK'nın uygulaması sebebiyle fazlası ile yerine getirmiş olmaktadır. Tebliğ'in başka bir maddesinde, açıkça asgari %49'luk halka açıklık oranının, 10 maddede gösterilen süreler içinde sağlanması gerektiği ifade 20 bulmamaktadır. Bu sebeple, SPK'nın bugünkü uygulaması sürdükçe, bir kere halka arz yapmak suretiyle hisse senetlerinin tamamının kayda alınmasını sağlayan GYO'ya, Tebliğ md. 10'da yer alan yükümlülüğünü yerine getirmediği iddiası ile yaptırım uygulanması GYO Tebliği'nde hukuki dayanak bulamayacaktır. Elbette ki, SPK'nın bu durumdaki bir GYO'ya zorunlu asgari halka açıklık oranını sağlaması 25 ihtarında bulunması ve GYO tarafından bu ihtara uyulmaması halinde, ortaklığa SerPK md. 46/f.I/b(g) uyarınca yaptırımlar uygulanması mümkündür²⁸⁰. Ancak bu halde dahi, ortaklığa uygulanacak yaptırım asgari halka açıklık oranı ilkesine aykırılığı sebebiyle verilmiş olup, bu halka açıklık oranının Tebliğ ile gösterilen kısıtlı süre içinde sağlanması kuralına (Tebliğ md. 10'a) aykırılık sebebiyle verilmiş 30 olamayacaktır. Tebliğ'in, asgari halka açıklığının sağlanması için öngörülen süre kısıtına uyulmasını sağlayabilmek için bu kurala aykırılık halinde uygulanacak yaptırımın, SPK uygulaması engeline takılmaması gerekmektedir. Bu amaç

²⁸⁰ Bk. 2.4.2.1.1 no'lu başlık altındaki açıklamalar.

doğrultusunda, en uygunu SPK'nın kanun ve yönetmeliklere aykırı uygulamasını sona erdirerek yalnızca halka arz olunacak hisse senetlerinin kayda alması ise de, GYO özelinde, GYO Tebliği md. 10'da yer alan hisse senetlerini kayda alma yükümlülüğünün, halka arz yükümlülüğü olarak değiştirilmesi de önerilebilir.

- 5 SPK uygulaması ile GYO Tebliği md. 10 arasında yer alan yukarıda açıkladığımız uyumsuzluk bir yana, asgari halka açıklık yükümlülüğünün Tebliğ md. 10'da belirtilen sürelerin sonunda yakalanmış olması gerekmektedir. Örneğin üç seferde asgari halka açıklık oranına ulaşmak isteyen bir GYO'nun, süresi içinde önce %20 ve sonrasında %20 ve %10'ar olmak üzere üç kerede halka açılacağını var
- 10 sayalım. Bu ihtimalde GYO'nun her bir halka arz işlemi için kurul kaydına başvurma²⁸¹, izahname hazırlanması ve sair pek çok formaliteyi yerine getirmesi gerekecek ve bu da zaman alacaktır. Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'ne 1998'de eklenen bir hükümlerle ve 2003 yılında yayımlanan 36/849 sayılı ilke kararı ile, HAAO'lara "raf kayıt sistemine" geçmek
- 15 suretiyle, halka arz edecekleri hisse senetlerinde işlem kolaylığı ve hızlı halka arz imkânı sağlanmaktadır.

- Raf kayıt sisteminin özellikle belli bir süre içinde halka arz edileceği kesin olan ortaklıklar tarafından kullanılması amaçlanmaktadır. Böylece ortaklıklara gelecekte
- 20 halka arz edecekleri hisse senetlerini bir kerede kurul kaydına alma imkânı tanınmaktadır, ki bu imkân ortaklığa hem işlem hem de zaman ekonomisi sağlayacaktır. GYO'ların zorunlu halka arzlarının birden fazla kerede yapılması hali tam da raf kayıt sisteminin hedeflediği uygulama alanında yer almaktadır. Şöyle ki, örneğin kuruluşundan (ya da ana sözleşme değişikliğinin ticaret siciline tescilinden)
- 25 itibaren 3 yıl içinde halka arz olması gereken bir GYO'nun, ilk yılında yapacağı bir halka arzın ardından, eğer kanunen belirlenmiş olan asgari halka arz oranı sağlanamıyorsa, iki yıl içerisinde tekrar halka arz yapmak zorunda olduğu aşikârdır.

²⁸¹ SerPK'nın öngörmüş olduğu sistemde SPK'nın her bir halka arzda halka arz edilecek olan hisse senetlerini kayda alınması için başvurusu gerektiğini yukarıda açıklamıştık. Ne var ki uygulamada olduğu gibi tüm hisse senetlerinin bir kerede kurul kaydına alınması ihtimalinde dahi GYO'nun ikinci dalga hisse senetlerinin halka arzı için kayıt ücretinin hesaplanıp, ödenmesi formalitelerini tamamlaması icap etmektedir.

Bu takdirde GYO, raf kayıt sisteminden yararlanmak suretiyle işlem ekonomisi²⁸² yapma ve piyasanın inişli çıkışlı gidişatında kendisi için halka arzda en uygun anı, vakit kaybetmeksizin yakalayabilme olanağına sahip olacaktır²⁸³. Özetle, raf kayıt sisteminin, Tebliğce belirlenmiş sürelerde halka arz olunmak zorunda olan ve halka
5 arz işlemini birden fazla kerede yapmak isteyen GYO'lar açısından yararlı bir yöntem olabileceği hatırdta tutulmalıdır.

1.3.2.1.3 Başvuru için gerekli belgeler

Hisse senetlerini halka arz etmek niyetindeki GYO'nun, öncelikle hisse senetlerinin kurul kaydına alınması için bir dilekçe vasıtasıyla SPK'ya başvurması gerekmektedir²⁸⁴. Kayıt işleminin gerçekleşmesi için SPK'ya başvuran GYO'nun bu
10 dilekçe ile beraber SPK'ca talep edilen bilgi ve belgeleri de sunması gerekmektedir (SerPK md. 5/f.I). SPK Seri:I No:26 sayılı Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'ne ek-2'de gösterilen bilgi ve belgelerin GYO tarafında sağlanması gerekmektedir. Bu ekte, GYO'lar gibi hisse senetlerini halka arz etmek isteyen tüm şirketlerin sağlayacakları bilgi ve belgeler
15 sayılmıştır. GYO tarafından SPK'ya kurul kaydı amacıyla dilekçe ile beraber sunulan belgelerin yetersiz bulunması halinde, SPK tarafından talep edilen yeni bilgi ve belgelerin de kurumun belirttiği süre içinde sunulması gerekecektir²⁸⁵.

GYO'ların, GYO Tebliği'nde yer alan halka açıklık oranını yakalamak
20 amacıyla mevcut hisse senetlerinin halka arzı yöntemini uygulayabilecekleri gibi, sermaye artırımı yöntemi ile de halka açılacakları hatırdta tutulmalıdır. Bu sonuncu ihtimalde halka arz edilecek hisse senetlerinin miktarının belirlenmesinde

²⁸² Raf kayıt sistemi vasıtasıyla, GYO, yalnızca gelecekte halka arz edeceği hisse senetlerini de kurul kaydına almış olmayacak, aynı zamanda yalnızca halka arz prosedürü ve halka arz edilecek hisse senetlerine ilişkin bilgileri içeren basitleştirilmiş bir izahname hazırlama imkânına da sahip olacaktır. Alelade bir halka arzda, izahnamede bulunması gereken ortaklığın faaliyeti, yönetimi, sermaye yapısı ve mali durumuna ilişkin bilgilerin ise izahnamede değil, raf belgesinde bulunması ve bu belgenin de yılda bir kere güncellenmesi yeterli olacaktır. Bu anlamda GYO, hisse senetlerini halka arz etmek istediği anda, nispeten basitleştirilmiş bir izahname hazırlamak yoluyla işlemde ekonomi yapmış olacaktır.

²⁸³ Raf kayıt sisteminin ihraççıya "süratli şekilde hareket edebilme ve piyasada oluşan olumlu şartlardan yararlanma olanağı" sağladığı yönünde bk. AYOĞLU, s. 53

²⁸⁴ AYOĞLU, s. 47

²⁸⁵ AYOĞLU, s. 47

mevcut hisse senedi sahiplerinin rüçhan haklarının kullandırılması ya da bu rüçhan haklarının kullanılmasının bir genel kurul kararı ile kısıtlanması gerekmektedir²⁸⁶. Bu sebeple aşağıda halka arz edilecek hisse senetlerinden bahsedilirken, sermaye artırımı yöntemi ile yapılan halka arzlarda, ya rüçhan haklarının kullanımından sonra kalan hisse senetlerinden ya da rüçhan haklarının tamamen kısıtlanmış olması ihtimalinden bahsedilmektedir.

Kayda alma başvurusu için gereken belgelerden halka arz için önem arz eden iki tanesi izahname ve sirkülerdir. Bunlar, sermaye piyasası hukukunun, kamunun aydınlatılması ilkesi çerçevesinde, halka arz işlemi özelinde kamunun, ihraççı, ihraç edilecek hisse senetleri ve satım işlemi konusunda aydınlatılması amacıyla hazırlanmakta ve yayınlanmaktadır²⁸⁷. Söz konusu belgeler aracı kuruluşlar ile birlikte hazırlanmaktadır, bu sayede hazırlanan sirküler ve izahnamelerin ihraççı dışında uzman bir kuruluş tarafından da gözden geçirilmesi sağlanmaktadır²⁸⁸.

İzahnamenin ihraççı hakkında gerek hukuki gerekse iktisadi açıdan yeterli ve yetkin bilgiler içermesi gerekmektedir²⁸⁹. İzahnamede yer alan bilgiler ışığında, GYO'ya yatırım yapacak olan küçük yatırımcı, bu yatırımının risklerini isabetli bir şekilde hesap edebilme imkânına sahip olmalıdır. İzahnamenin içeriği SPK tarafından belirlenecektir (SerPK md. 6/I). Kurul izahnamenin içeriğini asgari olarak Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'in 17. maddesinde açıklamıştır²⁹⁰. İçeriğin anlaşılır olması açısından "İlk Halka Arz / İkincil Halka Arz İşlemlerinde Kullanılacak İzahname Örneği" yayımlamıştır²⁹¹. Bu örnekten yola çıkarak izahnamede, ihraççı GYO'ya, halka arz edilecek hisse senetlerine, *sticto sensu* halka arz işlemine, yani hisse senetlerinin halka satılması işlemine, GYO'nun mali durumuna, GYO

²⁸⁶ BAHTİYAR, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, s. 105; Christian REIS, "Börsengang", *Einführung in das Kapitalmarktrecht*, München 2007, s. 30 Kayıtlı sermaye sistemine tabi olduklarından GYO'larda rüçhan haklarının kısıtlama kararı, esas sözleşme ile yetkilendirilmiş ise bir yönetim kurulu kararı ile de alınabilir. Bk. TANÖR, Halka Arz, s. 300

²⁸⁷ İzahname ve sirküler hakkında ayrıntılı açıklamalar için bk. AYOĞLU, s. 118 vd.

²⁸⁸ AYOĞLU, s. 129

²⁸⁹ AYOĞLU, s. 124

²⁹⁰ Söz konusu madde yalnızca hisse senetlerinin halka arzında yayınlanacak olan izahnamenin asgari içeriğini belirlemiştir. Bunun dışındaki sermaye piyasası araçlarının halka arzı için hazırlanacak izahnamelerin asgari içerikleri ise her bir sermaye piyasası aracının düzenlendiği Tebliğde yer almaktadır.

²⁹¹ Bk. www.spk.gov.tr

yönetimine ve varsa ait olduğu şirketler grubuna, hisse senedi ile ilgili vergilendirme esaslarına ilişkin bilgilerin yer alması gerektiği söylenebilir²⁹². Bu hususlar, yukarıda da ifade edildiği gibi izahnamenin asgari içeriğidir. Bu asgari içerikten başka, yatırımcının söz konusu halka arz için bilmesinde fayda bulunan diğer hususların da izahnamede yer almasında bir mahsur olmayacaktır, meğer ki bu bilgiler yatırımcıyı yanıltır nitelikte olsun²⁹³.

Sirkülerin ise, ihraççı GYO, halka arz edilecek hisse senetleri ve satış ile ilgili bilgileri içermesi gerekmektedir. Sirkülerin aynı zamanda daha geniş bilgi için izahnameye göndermede bulunması ve izahnamenin nerelerden temin edilebileceğini göstermesi gerekmektedir²⁹⁴. İçeriğinin belirlenmesi, izahnamede olduğu gibi sirkülerde de kendisine bırakılan SPK, içeriğe ilişkin olarak örnek bir sirküler yayınlamıştır²⁹⁵. İçerikleri kurulun belirttiği kurallara göre hazırlanan izahname ve sirküler kayda alma aşamasında SPK tarafından onaylanır (Seri:I No: 26 sayılı Tebliğ md. 17/f.I). Bu belgeler kayda alma işleminin tamamlanmasından sonra ticaret siciline tescil ve ilan edilebilir.

1.3.2.1.4 Kayda Alma İncelemesi ve Koşulları

GYO kurula kayda alma için başvurduğunda, başvuru ile SPK'ya takdim edilecek olan izahname ve sirkülerin, GYO Tebliği md. 12/f.II uyarınca, “*mevzuatta öngörülen bilgileri içerip içermediği*” dikkate alınarak “*kamunun aydınlatılması esasları çerçevesinde*” incelenmesi gerekmektedir. Bunun sebebi, kayda almanın amacının, ihraç edilecek hisse senetleri hakkında, yatırımcıların yeterli ve doğru şekilde aydınlatılması olmasıdır²⁹⁶. SPK izahname ve sirkülerin bu hükme uygun olarak hazırlanmadığı sonucuna varırsa kayda alma başvurusunu reddeder²⁹⁷.

²⁹² İzahnamede yer alması gereken hususlar hakkında bk. Haluk A **KABAALIOĞLU**, Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 1985, s. 161-165 (**AYOĞLU**, s. 125'ten naklen)

²⁹³ İzahnamenin asgari içeriği dışında, izahnamede yer almasında fayda olduğu doktrince ileri sürülen kalemler ve bunlara ek olarak karşılaştırmalı hukukta izahnamede yer alan kalemler için bk. **AYOĞLU**, s. 124 vd.

²⁹⁴ **AYOĞLU**, s. 128

²⁹⁵ Örnek sirküler için bk. www.spk.gov.tr

²⁹⁶ **KÜTÜKÇÜ**, s. 453

²⁹⁷ SPK tarafından verilen reddin gerekçeli olması icap ettiği hususunda bk. **ÇOLAK/ALICI**, s. 54

GYO Tebliği md. 12/f.II uyarınca izahname ve sirkülerin “*kamunun aydınlatılması esasları çerçevesinde*” incelenmesi ifadesinden ne anlaşılması gerektiği üzerinde durmak gerekmektedir. SPK tarafından hisse senetlerinin kayda alma incelemesinde esas değerlendirme, izahname ve sirkülerin kamunun aydınlatılması ilkesine uygun olup olmadığı yönünde olacaktır. Bu belgeler üzerindeki kamunun aydınlatılması ilkesi çerçevesindeki incelemenin, öncelikli kistası de yine GYO Tebliği md. 12/f.II’de gösterilmiştir. Fıkra hükmüne göre öncelikli olarak belgelerde mevzuatta öngörülen bilgilerin mevcut olup olmadığı testi yapılacaktır. SPK’nın izahname ve sirküler üzerinde yaptığı kamunun aydınlatılması ilkesi çerçevesindeki inceleme, mevzuatta öngörülen asgari bilginin mevcudiyetinden öteye de geçmelidir. Örneğin söz konusu bilgilerin gerçekleri yansıtıp yansıtmadığı incelemesi yapılmalıdır. Kurul söz konusu bilgilerin gerçeği yansıtıp yansıtmadığını tespit etmek adına, GYO’dan ayrıca bilgi ve belgeler talep edebilecektir. SPK’nın bu fazladan bilgi ve belgeleri talep yetkisi de, tam olarak “kamunun aydınlatılması esasları” çerçevesinde bir inceleme yapılması sebebiyledir²⁹⁸. SPK’dan böyle bir talep geldiğinde, kurulun gösterdiği süre içinde GYO’nun gerekli bilgi ve belgeleri SPK’ya sağlaması gerekmektedir. SPK, ancak tüm bu incelemeleri doğrultusunda GYO tarafından sağlanan belgelerin “*gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı sonucuna*” varır ise, hisse senetlerinin kurul kaydına alınması başvurusunu reddetmesi gerekecektir.

Tebliğ md. 12/f.II/c.2’nin (ve aynı ifadenin yer aldığı SerPK md. 5/f.III’ün) tahlilinde, ilk bakışta kurul kaydına alınma için sunulan bilgilerin “yeterli olmaması” ve “*gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacak nitelikte olması*” unsurlarının ancak ikisinin birden gerçekleşmesi halinde, kurul kaydına alma başvurusunun reddedilebileceği gibi bir izlenime kapılmak mümkündür.²⁹⁹ Şöyle ki, hüküm uyarınca, SPK’nın hisse senetlerini kurul kaydına almaktan imtina etmek için “*açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı*” hususlarını tespit etmiş olması gerekmektedir. Tebliğ md.

²⁹⁸ SPK’nın izahname ve sirkülerin değiştirilmesini ve yeni bilgilerin eklenmesini talep edebileceği yönünde bk. ÇOLAK/ALICI, s. 54

²⁹⁹ Seri:I, No:26 sayılı “Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği”nin kurul kaydına almaya ilişkin şartları içeren 16. maddesinde de aynı ifade yer almaktadır.

12/f.II/c.2 iki unsuru “ve” bağlacı ile birbirine bağlamıştır. Kanımca, fıkra “ve” bağlacı yerine “veya” bağlacı kullanılması suretiyle, SPK’ya hisse senetlerini kurul kaydına almaktan imtina etmek için iki ayrı gerekçeye dayanma yetkisi tanınmalı idi³⁰⁰. Maddenin bugünkü hali ile yorumu, kurul kaydından imtina etmek için fazlaca sınırlı bir gerekçeye dayanmak şartını içermektedir. Kanımca Kurul, sunulan belgelerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayan ve halkın istismarına yol açacak nitelikte olduğuna kanaat getirdiğinde, ayrıca eksik bilgi ve belgelerin olduğunu kanıtlamak zorunda olmaksızın, müstakbel yatırımcıyı korumak adına, hisse senetlerinin kurul kaydından imtina edebilmelidir. Yine müstakbel yatırımcıları korumak maksadı ile hareket eden SPK, Kurula sunulan bilgi ve belgelerin “*gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı*” hususunu kanıtlamak zorunda olmaksızın, yalnızca kurula sunulan bilgi ve belgelerin (açıklamaların) yeterli olmaması sebebiyle de hisse senetlerini kurul kaydına almaktan imtina edebilmelidir. Zira kurul kaydının esas amacı müstakbel yatırımcıya, sonradan halka arz edilecek hisse senetlerinin değerlendirmesini yapabilmesi ve riskini ölçebilmesi açısından gerekli olan tüm bilginin izahname ve sirküler aracılığıyla sağlanmasıdır³⁰¹. Bu amacı güden Kurul’un, yalnızca açıklamalardaki eksikliğe dayanarak kayıt başvurusunu reddetmesi makul ve zorunlu görülmelidir, kaldı ki; izahname ve sirkülerlerde yatırımcı için önem arz edebilecek bilgilerin yer almamasına rağmen, kayda almaya onay verilmesi halinde kurulun hizmet kurusu nedeniyle tam yargı davasına da muhatap olabileceği³⁰²

³⁰⁰ Kaldı ki doktrinde benzer yönde Ayoğlu, neden “ya da” bağlacını kullandığını ayrıca açıklamaksızın, SPK’nın hisse senedini kayda almaktan imtina edebilmek için “*ancak izahnamede bu araçlar hakkında yeterli bilginin yer almaması ya da izahnamede yer verilen bilgilerin gerçeği yansıtmaması ihtimallerinde mümkün bulunmaktadır*” ifadesini kullanmıştır. bk. **AYOĞLU**, s. 45, dn.138; Osman **ALTUĞ**, “*Menkul Kıymetlerin Borsada İşlem Görme Koşulları, Yatırımcıların Korunması ve Kamunun Aydınlatılması*”, **Menkul Kıymetlerin Halka Arzı ve Borsada Piyasaya Açılması**, İstanbul 1994, s. 92, 93; Altuğ, izahname ve sirkülerin incelenmesinin üç yönden olacağını ifade etmiş, bunları; bilgilerin tam ve doğru olması (i), halka arzın kamu yararına olması (ii) ve halka arzın halkın istismarına yol açmaması (iii) olarak sıralamıştır. Bu ifade tarzından yazarın da birinci ya da üçüncü şartın gerçekleşmesi halinde belgelerin uygun bulunmaması gerektiği sonucuna vardığını söylemek mümkün olsa da, halkın istismarına yol açanın halka arz değil halka arz amacıyla SPK’ya sunulan bilgi ve belgeler olması gerektiği hatırd tutulmalıdır. Ayrıca “*halka arzın kamu yararına olması*” şartının aranması için mevzuatta bir dayanak bulmak mümkün değildir. Doktrinde, Bahtiyar ve Çeker ise bağlacın yerindeliğini tartışmaksızın “ve” bağlacını kullanmış olmakla, iki unsurun birden aranması gerektiğini ifade eder gözükmektedirler. Bk. **BAHTİYAR**, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, s. 101; Mustafa **ÇEKER**, “*Hisse Senetlerinin Halka Arzı, Borsada İşlem Görmesi ve Kaydi Değer Haline Getirilmesi*”, **Prof. Dr. Oğuz İmregün’e Armağan**, İstanbul 1998, s. 107, 108

³⁰¹ **AYOĞLU**, s. 45

³⁰² François Guy **TRÉBULLE**, *L’émission de Valeurs Mobilières* Paris 2002, s. 118 (**AYOĞLU**, s. 46, dn. 140’tan naklen)

düşünüldüğünde, zaruret daha da net bir şekilde ortaya çıkmaktadır. Bu tam yargı davası ihtimali akılda tutularak, izahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin yanlış ve yanıltıcı olması ihtimalinde SerPK sisteminde öncelikle ihraççının ilk sırada ve kusursuz, aracı kurumun ise ikinci sırada ve kusurundan ötürü sorumlu olacağı
5 öngörülmüştür³⁰³.

SPK'nın yalnızca "açıklamaların yeterli olmaması" gerekçesiyle hisse senetlerini kurul kaydına almaktan imtina edebilmesi gerektiği görüşünde, hatırlatılmadan geçilmemesi gereken bir ayrıntı daha vardır. Yukarıda SPK'nın
10 GYO'dan, ayrıca bilgi ve belge istemeye yetkili olduğundan ve bu yetkisinin, yapacağı incelemenin "kamunun aydınlatılması esasları çerçevesinde" olmasından kaynaklandığını açıklamıştık. SPK'nın bu yetkisinin, "açıklamaların yeterli olmaması" gerekçesiyle hisse senetlerinin kurul kaydına alınması başvurusunun reddi söz konusu olacağından, bir görev niteliğine büründüğü kabul edilmelidir.
15 Şöyle ki; her ne kadar SPK'nın öncelikli görevi küçük yatırımcının, incelediğimiz konu özelinde ise müstakbel GYO hisse senedi sahiplerinin, korunması olsa da, SPK'nın bu görevi yerine getirirken, halka arzın diğer köşesinde yer alan ve kayda alma başvurusunun reddinden doğrudan doğruya etkilenen GYO'nun menfaatlerine de en az hanel getirmeye önem vermesi gerekmektedir. Açıklamaların yetersiz olması
20 sebebiyle hisse senetlerini kurul kaydına alma talebini reddetmeden evvel, söz konusu yetersizliğin giderilmesine yönelik bilgi ve belgelerin talep edilmesinin SPK'nın bir görevi olarak değerlendirilmesi, koruduğu menfaatler arasında denge oluşturması açısından, SPK'nın iktisadi kalkınmayı da desteklemesi amacı ile bağdaşmaktadır. Bir başka ifade ile hisse senetlerinin kayıt altına alınması ile görevli
25 idare (SPK), işleminden etkilenecek tarafların menfaatleri arasında bir denge kurmayı başarmalıdır. O halde, SPK'nın belki de kolayca giderilebilecek bir eksiklik sebebiyle, bu eksikliğin giderilmesini GYO'dan talep etmeksizin, kayıt başvurusunu reddetmesi, söz konusu dengenin GYO aleyhine ağır derecede bozulmasına sebebiyet verecektir. Bu nedenle SPK'nın "açıklamaların yeterli olmaması"
30 gerekçesi ile kayıt başvurusunu reddetmeden evvel GYO'dan bu eksiklerin giderilmesini talep etmesinde yarar vardır. Kayıt altına alma işlemlerinin süratle

³⁰³ İzahname ve sirkülerde yer alan bilgilerden doğan sorumluluk sisteminin eleştirisi için bk. **AYOĞLU** s. 144 vd.

gerçekleştirilebilmesi ve verilen açıklamaların halka arz esnasındaki gerçekleri yansıtabilecek ölçüde en sağlıklı biçimde gerçekleştirilebilmesi için, SPK'nın bu açıklamaların yapılması için GYO'ya bir süre vermesinde fayda vardır. Ne var ki, SPK'ca verilecek olan bu süre, istenilen açıklama nazara alındığında, hazırlanılıp
5 kuruma sunulabilmesine olanak tanımayacak ölçüde kısa olmamalıdır. İstenilen bilgilerin sağlanabilmesi ve açıklamaların hazırlanabilmesi imkânını sağlayacak ölçüde makul bir süre tanınması gerekmektedir. SPK tarafından tanınacak süre, her seferinde istenilen bilgiye göre değişebileceğinden, her bir işlemde verilen sürenin makul olmadığı iddiası, ilgili GYO tarafından Danıştay önünde ileri sürülebilecektir.

10 Sonuç itibariyle gerek SerPK md. 5/f.III'deki, gerekse Tebliğ md. 12/f.II'deki düzenlemelerin “ve” ifadesinin “veya” ifadesi ile değiştirilmesinde ve düzenlemelere, “açıklamaların eksik olduğuna kanaat getirildiğinde öncelikle GYO'ya belirli ve makul bir süre verilerek bu eksiğin tamamlanmasının istenmesi”
15 zorunluluğunun konmasında yarar görmekteyim. SPK'nın yukarıda ayrıntısıyla değerlendirilen inceleme kriterlerinin özünde, hisse senetlerini halka arz etmek amacı güden GYO'nun en doğru ve gerçekçi fotoğrafını çekip bunu müstakbel yatırımcıya yansıtmak olduğu hatırdta tutulmalıdır. SPK'nın bu incelemeleri yaparken amacı, söz konusu şirketin mali sağlamlığını ölçmesi kesinlikle değildir. SPK görevi, bu ölçümü yatırımcının yapabilmesini sağlamak amacıyla en uygun bilgi ve belgeleri
20 yatırımcıya sağlamaktan ileri gitmemektedir³⁰⁴.

Halka açılacak olan GYO'ların diğer halka açılacak ortaklıklar ile aynı koşulları taşıması gerekmektedir. Bu koşullar, Seri:I, No:26 sayılı Tebliğ'in 5. maddesinde sıralanmıştır. Bu koşullar arasında, sermayenin tamamen ödenmiş
25 olması koşulu da yer almaktadır. O halde GYO'lar halka arz süresi içinde ve halka arzdan evvel sermayenin tamamının ödenmiş olmasını sağlamak ile yükümlüdür³⁰⁵.

³⁰⁴ **POROY(Tekinalp/Çamoğlu)**, Ortaklıklar, N.491

³⁰⁵ Ayoğlu, *de lege feranda*, yalnız halka arz edilecek olan hisse senetlerinin sermaye borçlarının ödenmiş olmasını yeterli bulmaktadır. Haklı olarak yazar, halka arz edilmeyecek olan hisse senetlerinin de önemli olması şartının aranmasının esasen halka arz edilmeyecek olan hisse senedi sahiplerinin, halka arzı bloke edebilmelerine neden olması açısından ortaklığın menfaatlerine uygun olmadığı konusunda eleştirmektedir. bk. **AYOĞLU**, s. 113

SPK'nın kayda alma başvurusunda arayacağı bir diğer unsur ise, satılmayan payların kurucular, pay sahipleri ya da aracı kuruluşlar tarafından alınacağına taahhüt edilmiş olmasıdır (SerPK md. 7/f.III). Doktrinde, bu zorunluluğun sermayenin bir kere artırılmasından sonra, yeni oluşturulan payların ancak uzun ve zahmetli bir yöntem olan sermaye azatımı prosedürü takip edilerek itfa edilebiliyor olmasından kaynaklandığı fikri savunulmaktadır³⁰⁶. Buna göre sermaye artırımı bir kere tescil edildikten sonra, halka arzı takiben satılmayan paylar itfa da edilmeyeceğinden, şirkette sermayenin bir kısmının müteahhidi bulunmayacaktır. Bu şirketin mali yapısı açısından istenmeyen bir durum olduğundan, satılmayan payların bazı kişilerce taahhüt edilmesi zorunluluğu, SerPK ile getirilmiştir. GYO'lar ani kuruluş yolu ile ya da esas sözleşme değişikliği ile kurulduğundan halka arzları, ikinci el piyasalarda halka arz olarak değerlendirilmektedir³⁰⁷. Şöyle ki, GYO kurulduğunda zaten tüm paylarını taahhüt eden birer sermayedar vardır. O halde GYO'nun halka arzında, payın satılmaması sebebiyle sermayenin müteahhitsiz kalması gibi bir risk söz konusu değildir³⁰⁸. Halka arz edilen payların tamamı satılmayacak olsa dahi zaten payların tamamının, bırakın taahhüt edilmesi, ödenmiş olması gerektiği için şirketin sermaye yapısında istenmeyen bir durum meydana gelmeyecektir. Kaldı ki, mevcut hisse senetlerinin halka arzında aranan belgelere ilişkin Seri:I No:26 sayılı Tebliğin 2 no'lu ekinde de "satın alma taahhütnamesi" yer almamaktadır.

GYO'ların birinci el piyasalarda hisse senedi ihraç ve halka arz etmeleri ise sermaye artırımları ihtimalinde söz konusu olabilecektir³⁰⁹. Bu takdirde dahi, GYO'ların hisse senetlerinin kurul kaydına alınmasında, satılmayan hisse senetlerinin birisi tarafından taahhüt edilmesi zorunluluğu olmamalıdır, zira kayıtlı sermayeye tabi GYO'larda SerPK md. 7/f.III ile bertaraf edilmeye çalışılan problem yaşanmamaktadır. Şöyle ki, kayıtlı sermayeli GYO'da hisse senetlerinin satımını

³⁰⁶ AYOĞLU, s. 114

³⁰⁷ İkinci el piyasalarda halka arz kavramı için bk. AYOĞLU, s. 97 vd.

³⁰⁸ İkinci el piyasalarda yapılan halka arzlarda, satılmayan payların açıkta kalması gibi bir tehlike olmadığı yönünde bk. AYOĞLU, s. 116

³⁰⁹ Birinci el piyasa kavramı için bk. ÜNAL, Sermaye Piyasası, s. 5, AYOĞLU, s. 92 vd.; Nusret ÇETİN, *Borsada Hisse Senedi Alım Satım İşlemlerinin Hukuki Niteliği*, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 2004 s. 1

5 takiben bunların tescil edilmeleri mümkündür³¹⁰. Bu imkân karşısında, GYO'ların halka arz yoluyla satılmayan hisse senetlerini tescilden evvel iptal ettirerek, SerPK md. 7/f.III ile bertaraf edilmeye çalışılan durum ile karşılaşılmamaları mümkündür³¹¹. O halde GYO'ların halka arzı için hisse senetlerinin kurul kaydına alınmasında satılmayan hisse senetlerinin kurucular, pay sahipleri ya da aracı kuruluşlar tarafından taahhüt edilmesi şartı aranmasına gerek yoktur³¹².

1.3.2.2 Hisse Senetlerinin Halka Arzı

1.3.2.2.1 Hisse Senetlerinin Satımında Halka Arz Yöntemi

10 Kural, ihraç edilen hisse senetlerinin satımında halka arz ya da tahsisli satış yöntemlerinden birinin tercih edilebileceğidir³¹³. GYO'ların halka açılmasında halka arz yöntemi, Tebliğ md. 10 ve 11'de yer alan emredici hükümler ile zorunlu tutulmuştur. Hisse senetlerinin halka arz yolu ile satılacağına bir kere karar verildikten sonra, GYO'nun hangi halka arz yöntemini takip edeceğini belirlememiz gerekmektedir. Mevzuatımızda halka arz yöntemleri SPK'nın Seri:VIII, No:22 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nde düzenlenmektedir. Tebliğ'de, ihraç edecekleri sermaye piyasası araçlarını halka arz etmek isteyen ortaklıkların söz konusu işlemi üç yöntemle gerçekleştirilebileceği hükme bağlanmaktadır. Bunlar; talep toplama yöntemi (i), talep toplamaksızın satış yöntemi (ii) ve borsada satış yöntemleridir (iii). Bu satış yöntemlerinden, talep toplamaksızın satış yönteminin Seri:VIII, No:22 sayılı Tebliğ'de yer alan şartlar sebebiyle, GYO'ların hisse senetlerinin halka arzında

³¹⁰ Bu imkân SerPK md. 7/f.IV'de "Kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş anonim ortaklıklarda hisse senetlerinin satış esnasında alıcıya tesliminden itibaren pay sahipliği hakkı kazanılır ve bu halde Türk Ticaret Kanunu'nun 395'inci maddesinin 3 üncü cümlesi ile 412 nci maddesi hükümleri uygulanmaz." demek suretiyle, hisse senedinin tescilinden evvel satılmasının mümkün olduğu hükme bağlanmaktadır. Kayıtlı sermaye sistemine tabi olmayan ortaklıklarda ise böyle bir imkân söz konusu olmayacaktır.

³¹¹ Seri:I No: 26 sayılı Tebliğ md. 22/f.I/b(a) uyarınca bu iptal işleminin satış süresinin sona ermesinden itibaren 6 iş günü içinde iptal edilmeleri gerekmektedir. **BAHTİYAR**, Kayıtlı Sermaye 109, 110; **AYOĞLU**, s. 115

³¹² **BAHTİYAR**, Kayıtlı Sermaye s. 109, **AYOĞLU**, s. 116

³¹³ Michael **SCHLITT**, "Grundlagen des Kapitalmarktrechts", **Einführung in das Kapitalmarktrecht**, München 2007, s. 15; **AYOĞLU**, s. 55

uygulama imkânı olmadığı görülmektedir³¹⁴. Şöyle ki, ilk defa halka açılmak için yapılan halka arzlarda Seri:VIII No:22 sayılı Tebliğin 3.1.2. numaralı maddesi uyarınca, halka arz gerek mevcut hisse senetlerinin halka arzı (ikinci el halka arz) niteliğinde olsun, gerekse sermaye artırımını yoluyla halka arz (birinci el halka arz) niteliğinde olsun talep toplama yöntemi ya da borsada satış yöntemlerinden biri tercih edilmek zorundadır. Bu ilk ihtimalde GYO'nun talep toplamaksızın satış yöntemine başvurması ihtimaline izin verilmemektedir. İkinci bir ihtimal ise GYO'nun asgari halka açıklık oranına, azami süre içinde birden fazla halka arzlar yaparak ulaşmasıdır. Bu ihtimalde, ilk halka arz işleminden sonra yapılacak olan halka arz ya da arzların borsada satış yöntemi kullanılarak gerçekleştirilmesi zorunludur, zira Seri:VIII No:22 sayılı Tebliğin 3.1.1. numaralı maddesi, hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıkların, zorunlu olarak borsada satış yöntemine başvurmaları gerektiğini hükme bağlamaktadır. GYO Tebliği'nin 14. maddesinde yer alan borsa kotasyon zorunluluğu da GYO'ları "hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıklar" kategorisinde bulunmaya ve bu sebeple borsada satış yöntemi ile hisse senetlerini halka arz etmeye zorlamaktadır³¹⁵. O halde GYO'ların kuruluşunu takiben belirli süre içinde hisse senetlerini halka arz etme zorunluluklarını ya talep toplama yöntemi ile ya da borsada satış yöntemi ile gerçekleştirmek yükümlülüğü altında bulduklarını tespit etmiş bulunuyoruz.

1.3.2.2.2 Talep Toplama Yöntemi ile Halka Arz

Talep toplama yöntemi ile halka açılmaya karar veren GYO, bu yöntemi yalnızca ilk halka arzında tercih edebilmektedir. Ortaklığın talep toplama yöntemini tercih etmesini takiben, hangi talep toplama yöntemini de tercih edeceğini belirtmesi gerekmektedir. Seri:VIII, No:22 sayılı Tebliğ'de; sabit fiyatla talep toplanması (i), fiyat aralığı yoluyla talep toplanması (ii), fiyat teklifi alma yoluyla talep toplanması (iii) olmak üzere üç çeşit talep toplama yöntemi düzenlenmiştir³¹⁶. Talep toplama yöntemiyle hisse senetlerini halka arz etmek amacı güden GYO Seri:VIII, No:22

³¹⁴ Farklı yönde Bahtiyar, talep toplamaksızın satış yöntemi kullanılarak da GYO'ların hisse senetlerini halka arz edebileceklerini belirtmektedir. **BAHTİYAR**, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, s. 105

³¹⁵ Borsaya kotasyon zorunluluğu hakkında bk. Aşağıda 1.3.2.3.1 başlığı altındaki açıklamalar.

³¹⁶ Bk. Seri:VIII, No:22 sayılı Tebliğ md. 4.1./f.I

sayılı Tebliğ'in yanı sıra Seri:I, No:26 sayılı Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasında ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nde özellikle izahname ve sirkülerin hazırlanmasına ilişkin hükümlere uygun şekilde hareket etmek durumundadır. Hisse senetlerinin halka arzı hakkında hükümler getiren bu iki tebliğin incelenmesinde, terim birliğine ilişkin bir sorun göze çarpmaktadır. Yurt dışında "bookbuilding"³¹⁷ olarak bilinen işlem SPK'nın Seri:VIII, No:22 sayılı Tebliğ'inde "talep toplama" olarak düzenlenmişken, aynı işlem Seri:I, No:26 sayılı Tebliğ'de "ön talep toplama" olarak düzenlenmiştir. SPK'nın İngilizce ifadenin aynen kullanılması yerine Türkçe bir kavram yaratmış olması oldukça yerinde olmakla beraber, aynı hususun iki ayrı tebliğde farklı kavramlarla karşılanması mevzuat yapma tekniği açısından çok uygun olmamıştır. Doktrinde "ön talep toplama" ifadesi kadar "talep toplama" ifadesinin de kullanıldığını söylemek mümkündür³¹⁸. Ancak uygulamada hisse senetlerini halka arz eden ortaklıkların işlemi "ön talep toplama" olarak adlandırmayı tercih ettiği görülmektedir³¹⁹. Ben de gerek kullanım kolaylığı açısından, gerek talep toplama işleminin zaten (halka arza göre) öncelikli bir işlem olması sebebiyle, totolojiye sebep olmamak açısından, aşağıdaki açıklamalarımda, yalnızca "talep toplama" ifadesinin tercih edeceğim. Ancak, SPK'nın, kavramlardan birini tercih ederek, aynı işlem için tek bir kavram kullanılmasını sağlaması yerinde olacaktır.

Esasen, talep toplama hisse senetlerinin halka arzında bir satım yöntemi değil, bir fiyat belirleme yöntemi olarak ihdas edilmiştir. Şöyle ki, talep toplama yöntemi sayesinde ihraççı ya da pay sahipleri tercih ettikleri yöntem uyarınca halka arz edebilecekleri hisse senedi oranı ve/ve ya beher hisse senedi fiyatı hakkında piyasanın eğilimlerine uygun bir fikir elde etmek isterler³²⁰. Teknik olarak hisse senetlerinin satımı sözleşmesi ise, semenin belirlenmesini müteakip, ayrıca başka bir hukuki işlem olarak gerçekleştirilir. Üç talep toplama yönteminden hangisi tercih edilmiş olursa olsun, Seri:VIII, No:22 sayılı Tebliğ'in öngördüğü sistem; ön izahname, izahname ve sirkülerin hazırlanıp, sirkülerin yayınlanmasını takiben, talep

³¹⁷ REIS, s. 38

³¹⁸ AYOĞLU, s. 154, Ayoğlu "talep toplama" ifadesini tercih etmekte iken, Tanör ve Ünal, "ön talep toplama" ifadesini kullanmaktadırlar. Bk. TANÖR, Halka Arz, s. 315, ÜNAL, Sermaye Piyasası, s. 93 vd. Doktrinde Günel ise hem "ön talep toplama" hem de "talep toplama" ifadelerini kullanmaktadır. GÜNAL, s. 44, 50

³¹⁹ bk. ÇOLAK/ALICI, s. 60

³²⁰ REIS, s. 37

5 toplama sürecinin açılması ve azami 2 gün içinde semeni ilgili bankaya yatırılarak imzalanan talep formlarının teslimi ile kapanması, aracı kuruluşun Tebliğ'de belirtilen dağıtım ilkelerine uygun olarak hazırladığı, müstakbel yatırımcı listesinin hazırlanıp ihraççı ya da mevcut hisse senedi sahiplerine teslimi ve nihayet bu sonuncuların söz konusu listeyi onaylaması ile satım sözleşmesi tamamlanır. Bu aşamadan sonra, Tebliğ gerektiği takdirde tamamen ya da kısmen bedel iadesine ve hisse senetlerinin teslimine geçilmesi gerektiğini düzenlemektedir.

1.3.2.2.3 Borsada Satım Yöntemi ile Halka Arz

10 GYO'nun hisse senetlerinin halka arzında, kullanılabilir bir diğer yöntem de borsada satım yöntemidir. Halka arzda borsada satış yöntemini kullanmak isteyen ihraççı ya da mevcut hisse senedi sahipleri halka arz edilecek hisse senetlerinin kurul kaydına alınması başvurusunu takiben³²¹ İMKB'ye yapacakları başvuruda, borsa yönetim kurulunca şirketin halka arzının birincil piyasada³²² yapılmasının uygun
15 bulunmasını talep ederler³²³. Bu talebin yönetim kurulunca kabul edilmesinden sonra izahname ve sirküler hazırlanması ve bunların ilan edilmeleri suretiyle halk, borsada arz edilen hisse senetlerini almaya çağırılır. Bu izahname ve sirküler hisse senedi satımı için icaba davet niteliğindedir³²⁴. Borsada hisse senetlerinin satımında, satımın tarafları (gerek halka açılmak isteyen GYO ya da mevcut hisse senedi sahipleri,
20 gerekse yatırımcı) aracı kurumlar aracılığıyla hareket etmek zorundadırlar. GYO'nun ya da mevcut hisse senetlerinin halka arz eden pay sahiplerinin aracı kurumlarına verdikleri emir doğrultusunda, aracı kurumun İMKB'nin elektronik sisteminde yapmış olduğu satışa ilişkin borsa emri³²⁵ icap, yatırımcının aracı kurumunun ise bunun karşılığında ve buna uyumlu olarak vermiş olduğu borsa emri kabul olarak

³²¹ Halka Arz ve İMKB'de İşlem Görme Rehberi, s. 14, çevrimiçi: http://www.imkb.gov.tr/halka_arz.htm

³²² Birincil piyasa ve ikincil piyasa ayrımı için bk. Halka Arz ve İMKB'de İşlem Görme Rehberi, s. 10

³²³ Bk. Seri:VIII, No:22 sayılı Tebliğ, md. 6/f.II, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Hisse Senetleri Piyasası Yönetmeliği, md. 30

³²⁴ Ayoğlu'nun isabetle işaret ettiği gibi söz konusu belgelerde tarif edilen hisse senetlerinin satışa çıkartılan miktardan fazlası için borsada talep meydana geldiğinde, fazla gelen talebin de karşılanması için ortaklığın hukuken zorlanmasının imkânı yoktur. O halde, borsada satış yönteminde dahi söz konusu belgeler satımın tüm temel unsurlarını içeriyor olmalarına rağmen, icabın taşınması gereken bağlayıcılık unsurunu taşımadığından icap olarak değil, icaba davet olarak nitelendirilmelidir. bk. **AYOĞLU**, s. 83, 84

³²⁵ Borsa emri ve müşteri emri kavramlarının açıklaması için bk. **ÇETİN**, s. 18

değerlendirilmelidir³²⁶. Karşılıklı ve birbirine uygun bu iki borsa emrinden kabul niteliğinde olan İMKB'nin elektronik sistemine düştüğü an satımın tamamlandığını söyleyebiliriz.

1.3.2.2.4 Halka Arzdan Doğan Sorumluluk

- 5 Halka arzda sorumluluk sahibi olabilecek kişilerden ilki *stricto sensu* halka arz, yani satış işleminin tarafı olan GYO olacaktır. Bu kişilerle beraber, söz konusu satış işlemine aracılık yapmış, GYO üzerinde bir denetleme gerçekleştirmiş ve bunun sonucunda ortaklığın halka arza müsait olduğu kanısına varıp, izahname ve sirkülerlerinin hazırlanmasına katkıda bulunmuş olan aracı kurumlar da sorumlu
- 10 olacaktır (SerPK md. 7/f.II)³²⁷. İzahnamenin veya sirkülerin gerçeği dürüst biçimde yansıtması halinde ihraççı GYO ve bu belgelerin gerçeği dürüst biçimde yansıtmasında kendisinden beklenen özeni göstermeyen aracı kuruluş da sorumlu olacaktır. Gerçeğin dürüst biçimde yansıtılmamasından, eksik, yanlış ya da yanıltıcı bilgi verilmesinin anlaşılması gerekmektedir³²⁸.
- 15 SerPK md. 7/f.II hükmünden de anlaşılacağı gibi, aracı kurumların sorumlulukları kusur sorumluluğu olduğu halde, ihraççıların sorumluluğu kusursuz sorumluluk şeklinde düzenlenmiştir³²⁹. Aracı kuruluşların sorumluluğu haksız fiil sorumluluğu niteliğinde olup, aynı zamanda ihraççının sorumluluğuna nazaran tali niteliktedir³³⁰. Aracı kuruluşun sorumluluğunun tali niteliği SerPK md. 7/f.II/c.3'ün
- 20 ifadesinden kaynaklanmaktadır. Söz konusu kanun hükmünde yer alan “*aracı kuruluşlara ... zararın ihraççılara tazmin ettirilmeyen kısmı için müracaat edilir*” ifadesi aracı kuruluşların sorumluluğunun tali niteliğini ortaya koymaktadır. İhraççı niteliğindeki GYO'nun sorumluluğu ise ilk derecede olacaktır. Aracı kuruluşlar ile

³²⁶ Çetin, isabetli bir ifade ile, genel olarak ele aldığı hisse senedi satımı sözleşmesinin kurulması açısından, satmak ya da almak niyetlerinden herhangi birinin mutlaka icap ya da kabul olması gerekmediğini, bu emirlerin icap ya da kabul niteliğinin hangisinin önce, hangisinin sonra sisteme girdiği ile tespit edilebileceğini belirtmektedir. ÇETİN, s. 18

³²⁷ AYOĞLU, s. 132

³²⁸ AYOĞLU, s. 144

³²⁹ AYOĞLU, s. 144

³³⁰ Gelişmiş sermaye piyasası sistemlerinde aracı kuruluşların tali sorumluluk değil asli sorumluluk taşıdıkları ve SerPK tasarısında tali sorumluluğun asli sorumluluğa çevrilmesinin yerindeliği hakkında bk. AYOĞLU, s. 147

beraber, ikinci derecede sorumlu olacaklar arasında bağımsız denetleme kuruluşları da vardır. Bağımsız denetleme kuruluşlarının sorumluluğu kanuni temelini SerPK md. 16/f.IV’de yer almaktadır. Aracı kuruluşların izahname ve sirkülerdeki eksik beyanlar sebebiyle doğan sorumluluğu, Seri: I No:26 sayılı Tebliğin 23. maddesinde

5 bağımsız denetleme kuruluşlarının sorumluluğundaki bilgiler dışındaki hususlara münhasır tutulmuştur.

Bu noktada SerPK ve Seri:I No:26 sayılı Tebliğin ihraççıların sorumluluğuna ilişkin hükümlerin eleştirilmesi gerekmektedir. GYO’ların hisse senetlerinin halka

10 arzında halka arzı yapan ihraççı GYO değil, GYO’da pay sahibi olan kişilerdir. Ne var ki, mevzuatımızın bugünkü hali halka arz işleminin satıcısı konumundaki pay sahibinin sorumluluğunu tamamen göz ardı etmektedir³³¹.

1.3.2.3 Hisse Senetlerinin Borsaya Kotasyonu

15 Hisse senetleri halka arz edilen GYO’ların, bu hisse senetlerini borsaya kote ettirmeleri GYO Tebliği’nin 14 maddesi ile zorunlu tutulmuştur. Kural olarak halka

20 arz edilen hisse senetlerinin kot altında bulunmaları zorunluluğu yoktur³³². Kanuni bir kotasyon zorunluluğu bulunmazken, böyle bir zorunluluğun idari nitelikli bir genel düzenleyici işlem ile getirilmiş olması normlar hiyerarşisine uygun değildir.

25 GYO Tebliğinin 14. maddesinde yer alan kotasyon zorunluluğu *de facto* emredici hüküm olarak değerlendirilmelidir. Kanuni bir kotasyon zorunluluğu olmamasına rağmen, GYO hisse senetlerinin borsa kotuna alınması, söz konusu hisse senetlerine regüle bir ikinci el piyasası sağlayarak³³³ işlem hacmini artıracak ve dolayısıyla GYO’nun prestijini de artıracak niteliktedir³³⁴. Ayrıca meseleye küçük yatırımcı

25 açısından bakıldığında, hisse senetlerinin borsa kotuna alınması, yatırım ortaklıklarının sermaye yapısı için uluslararası kabul gören değişken sermayenin,

³³¹ Pay sahiplerinin gerçekleştirdiği halka arzlarda ihraççının sorumlu tutulmasının sorumlu ortaklığın iktidar alanını dahi aşan bir sebeple sorumlu tutulması olarak değerlendirilmekte ve eleştirilmektedir. Murat İNCEOĞLU, *Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu*, Ankara 2004 s. 135, 136

³³² AYOĞLU, s. 158, SCHLITT, s. 17

³³³ SCHLITT, s. 16

³³⁴ AYOĞLU, s. 160

yatırımcıya tanıdığı iade hakkını (*Rückgabeanspruch*) kısmen de olsa, pay sahibine tanımaktadır³³⁵. Çünkü yatırımcı hisse senetlerini (GYO'ya iade edemese de) istediği anda borsa aracılığıyla başka bir kişiye devredebilme imkânına kavuşmaktadır³³⁶.

1.3.2.3.1 Kotasyon başvurusu

5 Halka arz edilen hisse senetlerinin kot altına alınmasında, bu halka arzın halka açılma niteliğinde mi olduğu, yoksa ihraççının zaten borsaya kote mi olduğunun önemi vardır. Şöyle ki; İMKB Kotasyon Yönetmeliği md. 11 uyarınca, eğer GYO'nun hisse senetlerinin bir kısmı zaten kot altında ise, aşağıda sıralanan şartlar hiç aranmaksızın hisse senetleri, başvuru üzerine kot altına alınacaktır. Aşağıda
10 açıklayacağımız şartlar ise, GYO'nun ilk kez halka açılıyor olması ihtimalinde aranacaktır.

Hisse senetlerinin borsa kotuna ya da kaydına alınması, esasen hisse senedinin borsa yönetimince uygun görülen pazarda³³⁷ işlem görmesine izin verilmesi anlamına gelmektedir³³⁸. GYO hisse senetlerinin borsa kaydına alınması, yani ikincil pazarda
15 işlem görmesi, GYO Tebliği md. 14 karşısında mümkün görünmediğinden, GYO'nun mutlaka birincil pazarda işlem görme şartlarını yerine getirmesi icap etmektedir. Borsa kotuna alınmak amacıyla, GYO, İMKB'ye Kotasyon Yönetmeliği'nin 9. maddesinde yer alan belgeleri hazırlayarak teslim etmek zorundadır. GYO Tebliği md. 14 uyarınca, borsa kotuna alınmak için hisse
20 senetlerinin satış süresinin bitiminden itibaren 15 gün içinde, kota alma için gerekli belgelerin verilmesi için SPK'ya başvurulması, bu belgelerin alınmasından itibaren de yine 15 gün içinde, İMKB'ye kota alma başvurusunda bulunulması

³³⁵ Felix M.HUBER / Peter HODEL / Christopher Staub **GIEROW**, *Praxiskommentar zum Kotierungsrecht der SWX Swiss Exchange*, Schulthess, s. 171

³³⁶ SHCLITT, s. 17

³³⁷ Teşkilatlanmış piyasalar olarak borsalar, içlerinde çeşitli kriterleri yerine getirebilme açısından, daha ağır kriterler gerektiren ya da daha hafif kriterler gerektiren çeşitli pazarlar yaratabilmektedir. Bu Pazar sistemini Akbulut bir tür lig sistemine benzetmektedir. Esin **AKBULUT**, “*Uluslar arası Borsalarda Menkul Kıymetlerin İşlem Görme Kuralları ve Türkiye’deki Uygulama*”, **Menkul Kıymetlerin Halka Arzı ve Borsada Piyasaya Açılması**, İstanbul 1994, s. 23

³³⁸ Borsa kotuna alma yetkisinin yalnızca borsa yönetim kurulunda olduğu yönünde bk. **ALTUĞ** Osman, “*Menkul Kıymetlerin Borsada İşlem Görme Koşulları, Yatırımcıların Korunması ve Kamunun Aydınlatılması, Menkul Kıymetlerin Halka Arzı ve Borsada Piyasaya Açılması*”, 1994, İstanbul, s. 84; Halka Arz ve İMKB’de İşlem Görme Rehberi, s. 15

gerekmektedir. GYO'nun İMKB'de yaptığı kotasyona alma başvurusunun, başvuru tarihinden itibaren 60 gün içinde³³⁹ borsa tarafından değerlendirilmesi ve sonuçlandırılması gerekmektedir³⁴⁰. İMKB'nin 60 gün içinde başvuruyu sonuçlandırmaması halinde söz konusu kotasyon talebinin reddedildiği sonucuna varmak gerekmektedir, zira İMKB tüzel kişiliği haiz bir kamu kurumu olmakla³⁴¹, İYUK md. 10/f.II'deki yer alan hükümlerle bağlı bulunmaktadır. Buna göre, idare (İMKB) tarafından “*altmış gün içinde bir cevap verilmez ise istek reddedilmiş*” sayılacaktır. O halde, 60 gün içinde kotasyona alma talebine olumlu ya da olumsuz bir cevap verilmediğinde, cevap kanunen olumsuz sayılmış olacak ve bu tarihten itibaren ilgili GYO'nun tam yargı davası açması imkânı doğmuş olacaktır.

1.3.2.3.2 Kotasyon Başvurusu İncelemesi

Borsaya yapılan kotasyon başvurusu incelemesinde borsa yalnızca evrak üzerinden bir inceleme yapmayacak, aynı zamanda şirket birimlerine de uzmanlar göndererek yerinde inceleme yapacaktır³⁴². Bu inceleme kantitatif ve kalitatif nitelikte olmaktadır³⁴³. Ancak İMKB Kotasyon Yönetmeliği, halka arz edilen hisse senetleri kota alınacak olan alelade ortaklıkları, yatırım ortaklıklarından ayırmış³⁴⁴ ve yatırım ortaklıkları açısından esas itibarıyla, kendi ilgili mevzuatlarına uygunluğun olup olmadığının araştırılacağını hükme bağlamıştır. Kotasyon yönetmeliğinin 15. maddesi, GYO'ları da içine alacak şekilde, yatırım ortaklıklarının kotasyon başvurularının incelenmesinde; “*çıkartılmış sermayelerinin ve halka arz edilen hisse senetlerinin nominal değerlerinin ödenmiş ya da çıkartılmış sermayesine oranlarının en az SPK'nın ilgili tebliğlerinde belirtilen tutar ve oranda olması (i), esas sözleşmenin Borsada işlem görececek menkul kıymetlerin devir ve tedavülünü*

³³⁹ Bu sürenin hesabında, eksiklerin tamamlanması için verilen ek süreler hesaba katılmaz.

³⁴⁰ İMKB Kotasyon Yönetmeliği md. 10/f.II

³⁴¹ Bk. Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında KHK md. 3/f.I; Hamdi YASAMAN, **Menkul Kıymetler Borsası Hukuku**, İstanbul 1992, s. 91, 92; Nicola LA CORTE, “*Börsenrecht*”, **Einführung in das Kapitalmarktrecht**, München 2007, s. 197, 198

³⁴² İncelemeyi yapacak uzmanların veri bankası ve mali analiz uzmanları olduğu hakkında bk. **AKBULUT**, s. 33; Halka Arz ve İMKB'de İşlem Görme Rehberi, s. 9, çevrimiçi: http://www.imkb.gov.tr/halka_arz.htm

³⁴³ Yatırım ortaklığı niteliğini haiz olmayan ortaklıklar açısından kantitatif ve kalitatif kriterler açısından bk. **AKBULUT**, s. 23 vd.

³⁴⁴ Yatırım ortaklığı niteliğini haiz olmayan ortaklıkların hisse senetlerinin kotasyona alma koşulları ve bu koşulların eleştirisi için bk. **ALTUĞ**, s. 84 vd.

kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermemekte olması (ii), kuruluş ve faaliyet bakımından hukuki durumu ile hisse senetlerinin hukuki durumunun tabi oldukları mevzuata uygun olduğunun belgelenmesi (iii)” şartlarını aramaktadır. Sözkonusu şartlardan birincisinin

5 kantitatif, son ikisinin ise kalitatif olduğunu söylemek mümkündür.

Kalitatif şartların mutlaka GYO tarafından sağlanıyor olması gerekmele beraber, birinci şartın sağlanması her zaman mümkün olmayabilir. Şöyle ki, bu şart, kotasyon anında GYO Tebliği’nce tespit edilmiş % 49’luk halka açıklık oranının

10 mevcut olduğunun ispatlanması koşulunu aramaktadır. Hisse senetlerini belirli bir oranda halka arz etme mecburiyetinde olan GYO’nun, bu zorunluluğunu bir adet halka arz işlemi ile gerçekleştirdiği durumlarda söz konusu madde sorun yaratmayacak iken, % 49’luk halka açıklık oranının birden fazla kereler yapılacak halka arzlarda yakalanmak istendiği durumlarda, şart GYO Tebliği’ne uygunsuz bir

15 durum yaratacaktır. Örneğin, %49’luk halka açıklık oranına, süresinde yapılacak %30 ve %20’şerlik iki halka arz yolu ile ulaşılması hedefleniyor ise, ilk halka arzdan sonra hisse senetlerinin borsa kotu altına alınmasını, bu şart, imkânsız hale getirmektedir. Zira bu halka arzda Tebliğ’de gösterilen asgari halka açıklık oranına ulaşılmamaktadır. GYO Tebliği ise md. 10/f.I/c.2 sarahaten “*asgari %49’luk halka*

20 *açıklık oranına ... belirtilen süreler içinde yapılacak bir veya birden fazla halka arz sonucu”* ulaşmayı mümkün kılmaktadır. O halde GYO Tebliği’nin söz konusu hükmü de göz önünde bulundurularak, İMKB Kotasyon Yönetmeliği’nin bahsi geçen şartının açıklayıcı yorum yolu ile değerlendirilmesi ve söz konusu şartın yalnızca GYO’nun Tebliği’nde belirtilen ilgili asgari sürenin sona ermiş olması halinde

25 aranması gerektiği hatırd tutulmalıdır. Aksi yorum, gerek GYO Tebliği’nin açık hükmüne, gerek SPK’nın kısa ve belirli süreler içinde birden fazla kereler halka arz yapılmasını (raf kayıt sistemi ihdas etmek yoluyla) teşvik etmek amacına aykırı olacaktır.

1.3.2.3.3 Kotasyon Başvurusundan Doğacak Sorumluluk

İMKB Kotasyon Yönetmeliği md. 8/f.III'te, başvuruda borsaya sunulacak olan bilgi formunun ortaklık yöneticilerince imzalanması gerektiği vurgulanmakta, md.9/f.III'te ise kotasyon için başvuruda sunulan bilgi ve belgelerdeki yanlışlık ve noksanlıklardan ortaklığın sorumlu olduğu hükme bağlanmaktadır. Kotasyon yönetmeliğinin, ortaklığı sorumlu tutan söz konusu hükmü yerinde olmakla beraber yeterli değildir. Şöyle ki; sermaye artırımı yöntemiyle ihdas edilen hisse senetlerinin halka arzında ortaklığın yanlış ve noksan bilgi ve belgelerden dolayı sorumlu tutulması doğru ve yeterlidir, mevcut hisse senetlerinin halka arzında da, kotasyon için talep edilen bilgi ve belgelerin yine ortaklıktan temin edilmesi gerektiği düşünöldüğünde, ortaklığın sorumlular arasında yer alması doğrudur ve fakat yeterli değildir. Zira, mevcut hisse senetlerinin halka arzında esasen kotasyonu talep eden ortaklık değil, hisse senetlerini halka arz eden hisse senedi sahipleridir. Bu durum göz önünde bulundurulduğunda hisse senetlerini halka arz eden pay sahiplerinin de eksik ve yanlış bilgi ve belgelerden dolayı bu tür halka arzlarda sorumlu tutulması *de lege feranda* yerinde olurdu.

1.4 Sona Erme Sebepleri ve Tasfiyesi

Nasıl GYO'nun kurulması ticaret siciline tescil ile oldu ise, sona ermesi de ancak ticaret sicilinden terkinin ile mümkündür. GYO'nun hukuk alanındaki varlığının sona ermesi için belli başlı sona erme sebeplerinin varlığı gerekmektedir. Bu sebeplerin meydana gelmesi halinde ortaklık derhal sona ermeyecektir. Bu durumda ortaklık yalnızca sona erme yolunda bir hukuki statü değişikliğine uğramaktadır. Sona erme sebepleri meydana geldikten sonra, ortaklığın maksadı değişmektedir. Sona erme sebebinin meydana gelmesinden sonra maksat, ortaklık malvarlığından borçlarının ödenmesi ve bundan sonra bir bakiye kaldı ise bakiyenin ortaklar arasında paylaşılması, yani tasfiyesi maksadına dönüşmektedir. Başka bir ifade ile tasfiye sürecinde de, ortaklık hukuki varlığına ve işlemlerine tasfiye

ortaklığı olarak devam edecektir. Tasfiye ortaklığının hukuki varlığı, ortaklığın ticaret sicilinden terkinin ile son bulacaktır.

1.4.1 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Sona Erme Sebepleri

5 Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının sona ermesi ele alındığında, konuya iki açıdan yaklaşılması gerekmektedir. Bunlardan birincisi ortaklığın yalnızca “*gayrimenkul yatırım*” ortaklığı niteliğinin sona ermesi ile birlikte, ortaklık vasfının yok olmaması hali, diğeri ise ortaklığın bir tüzel kişilik olarak sona ermesidir. Ortaklığın tüzel kişilik olarak sona erme sebepleri ve sonuçları aşağıda ayrıntılı olarak açıklanmaktadır. Ortaklığın “*gayrimenkul yatırım*” ortaklığı niteliğini kaybetmesi hususu ise esasında basit bir esas sözleşme değişikliğinden ibarettir. GK’da ortaklık unvanından “*gayrimenkul yatırım*” ifadesinin çıkartılmasına karar verilip, ticaret sicilinde unvanın tadilinin talep edilmesi ile söz konusu işlem tamamlanmış olmaktadır. Ne var ki, GYO’nun tüzel kişiliğini sona erdirecek şekilde 10 sona ermesi hususu, çok daha çetrefil uygulamaları beraberinde getirmektedir. GYO 15 tüzel kişiliğini bir anonim ortaklık olarak kazandığı gibi, anonim ortaklıkların sona ermesi sebepleri ile de sona ermektedir.

1.4.1.1 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Butlanı ve Feshi

1.4.1.1.1 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Butlanı

20 Anonim ortaklığın şahsiyet iktisap edememesi halinde, ortaklığın butlanı sebebi söz konusu olur³⁴⁵. MK md. 47/2 uyarınca bir ortaklığın amacının hukuka ya da ahlaka aykırı olmaması gerekmektedir. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları da diğer tüm tüzel kişilikler gibi, yalnızca hukuka ve ahlaka uygun bir amaç doğrultusunda kurulabilir. Hukuka ya da ahlaka aykırı bir amaç ile kurulan GYO’nun MK md. 47/f.2 uyarınca tüzel kişilik iktisap etmesi mümkün olmadığından, yalnızca ticaret

³⁴⁵ TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar, N. 1545

sicilinde tescil edilmiş olduğu için, tüzel kişilik kazanmış gibi görünen ortaklığın butlanının talep edilmesi mümkün olacaktır³⁴⁶.

Esasen GYO'nun hangi maksat ile kurulabileceği GYO Tebliği'nde belirlenmiştir. GYO'nun maksadı Tebliğ ile belirlenmiş ve emredici nitelikte sınırlanmıştır³⁴⁷. SPK tebliği ile belirlenen bu sınırların, hukuka ya da ahlaka aykırı olmayacağı düşünüldüğünde, ilk bakışta ortaklığın maksadının hukuka ya da ahlaka aykırı olması sebebi ile butlanının mümkün olamayacağı düşünülebilir. Ne var ki, ortaklığın butlanı, hukuka ya da ahlaka aykırılığın esas sözleşmede yazılı olması şartı aranmamakta, bu aykırılık ortaklığın faaliyetlerinde aranmaktadır. Nasıl ki uyuşturucu kaçakçılığı ve pazarlaması ile işigal eden bir ortaklığın bu maksadının esas sözleşmesine açıkça yansıtılış olması ve bu hali ile ticaret siciline tescilinin yapılmış olması düşünülemez, bu maksadın esas sözleşmede değil ortaklık faaliyetlerinde aranması gerekir ise, örneğin GYO olarak sicile tescil edilmiş bir ortaklığın da gerçek maksadı gayrimenkul sektöründe faaliyet göstererek kara para aklamak olduğu halde, bu maksadın esas sözleşmede gözükmesi beklenemez. Böyle bir maksadın varlığının, ortaklık faaliyetlerinden anlaşılması halinde GYO'nun butlanının istenmesi mümkündür.

1.4.1.1.2 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Feshi

Bir ortaklığın feshedilmesi, ortaklığın kanunda ya da esas sözleşmede yer alan sebeplerden ötürü yetkili kişiler tarafından sona erdirilmesinin istenmesidir³⁴⁸. GYO niteliğini haiz olmayan anonim ortaklıklarda olduğu gibi, GYO'da da ortaklıkta pay sahiplerinin sayısının 5'ten aşağı düşmesi, kanunî organlardan birinin eksikliği, esas sermayenin üçte ikisinin yitirilmesi, kanuna, esas sözleşmeye veya kanun hükümlerine aykırı işlemlerde bulunulması sebepleriyle fesih talep edilebilmektedir. Üstelik bu sebeplerden hiçbiri olmaksızın dahi, GK ortaklığın feshine karar verebilmektedir. Feshi talep hakkı, pay sahipleri, ortaklık alacaklıları

³⁴⁶ Maksadı hukuka aykırı olsa dahi, işlem güvenliği açısından, sicilden terkin edilinceye kadar ortaklığın tüzel kişilik kazanmış sayılması gerektiği hususunda bk. **TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar, N. 1545

³⁴⁷ Bk. Yukarıda 1.2.1.2.2 no'lu başlık altındaki açıklamalar.

³⁴⁸ Tanım için bk. **TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar, N. 1554

ile Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'ndan, fesih sebebine göre her birinde olabileceği gibi, bunlardan birinde ya da birkaçında da olabilir³⁴⁹. Mahkemece ya da genel kurul tarafından feshe karar verilmesi hallerinde GYO sona ermiş olur³⁵⁰.

- 5 Esas sermayenin üçte ikisinin kaybı sebebiyle ortaklık alacaklılarının fesih isteyebilmeleri halinin, GYO açısından çıkartılmış sermaye olarak anlaşılması gerekmektedir³⁵¹. Hatırlatmakta fayda vardır ki, SPK'nın denetimine tabi GYO'nun, 10 çıkartılmış sermayesinin üçte ikisini kaybetmesi sebebiyle alacaklılara feshi talep hakkı doğmasından evvel, SerPK md. 46/f.I/b(c) ve (h) uyarınca yapılan mali denetimler sonucu ortaklığa çeşitli tedbirler uygulanmış olacaktır³⁵². Örneğin c bendi uyarınca çıkartılmış sermayesinin üçte ikisini kaybettiği anlaşılan GYO'nun bu durumu, feshinin talebi ile SPK tarafından STB'ye bildirilebilir. Çıkartılmış sermayenin üçte ikisinin kaybı halinde, SPK'nın yalnızca feshin mahkemeden talep edilmesi için STB'ye başvurmakla yetinmeyip, mahkemeden ortaklığın feshini 15 doğrudan talep edebilecektir. Bu talep yetkisi SerPK md. 46/f.I/b(h)'de yer alan tedrici tasfiyenin talep edilmesine izin veren ifadeden anlaşılmaktadır, zira bir kurum GYO'nun tasfiyesini talep edebiliyorsa, bu tasfiyeye sebebiyet veren feshi de *a priori* talep edebiliyor olmalıdır³⁵³.

1.4.1.2 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının İnfisahı

- 20 Her anonim ortaklık gibi, GYO da esas sözleşmede gösterilen sürenin dolması, esas sözleşmede gösterilen maksadın gerçekleşmesi ya da gerçekleşmesinin imkânsızlaşması, esas sermayenin üçte ikisinin kaybedilmiş olması, pay sahiplerinin beş kişiden aşağı düşmesi, birleşme ya da devralınma, ortaklığın iflasına karar verilmiş olması, ortaklık sermayesinin asgari düzeye çıkartılmamış olması, ya da

³⁴⁹ Anonim ortaklıkların fesih sebepleri ve feshi talebe yetkili kimseler hakkında ayrıntılı açıklamalar için bk. **TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar, N.1554 vd.

³⁵⁰ **TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar, N.1554, 1564

³⁵¹ İsmail **KAYAR**, **Anonim Ortaklıkta Mali Durumun Bozulması ve Alınacak Tedbirler**, Konya 1997, s. 40

³⁵² Bk. Aşağıda 2.4.2.1.2 no'lu başlık altındaki açıklamalar.

³⁵³ **KAYAR**, s. 230

esas sözleşmede ayrıca gösterilmiş olan bir infisah sebebinin gerçekleşmesi sebebiyle infisah edebilir.

1.4.1.2.1 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Esas Sözleşmeden ya da Kanundan Kaynaklanan Sebeple İnfisahı

GYO Tebliği md. 5/f.I uyarınca, GYO süreli ya da süresiz olarak kurulabilmektedir. Bugün ülkemizde uygulaması görülmemiş olmakla birlikte, süreli bir GYO kurulduğu varsayımında, söz konusu sürenin bitiminde ortaklık başkaca bir karar alınmasına ya da ihbara gerek kalmaksızın kendiliğinden sona erecektir (TTK md. 434/f.I/b(1)). Örneğin GYO Tebliği md. 5/f.I/b(b) uyarınca yalnızca belirli bir alanda (turizme yönelik gayrimenkul projeleri alanında) belirli bir süreliğine (50 yıllığına) yatırım yapmak amacıyla kurulmuş olan bir GYO, söz konusu sürenin sonunda infisah edecektir.

Ortaklığın esas sözleşmesinde gösterilen maksadın gerçekleştirilmiş olması ya da gerçekleşmesinin imkânsızlaşması halinde de ortaklık infisah edecektir (TTK md. 434/f.I/b(2)). Bu durumda örneğin, GYO Tebliği md. 5/f.I/b(a) uyarınca belirli bir projeyi (Maslak'ta bulunan bir arazi üzerinde hastane inşa etme projesini) gerçekleştirmek amacıyla bir GYO kurulduğunu düşünelim. GYO söz konusu projenin tamamlanması ile maksadını gerçekleştirmiş olacak ve infisah edecektir. Benzer şekilde, ortaklık maksadının gerçekleşmesinin imkânsızlaşması halinde, örneğin, projenin gerçekleştirileceği gayrimenkulün imar planında sanayi bölgesi olarak düzenlenmesi durumunda ortaklık infisah edecektir.

Birleşme ve devrolunma halleri de infisah sebepleri arasında yer almaktadır (TTK md. 434/f.I/b(7)) bunlara bölünmenin de eklenmesi gerekmektedir. GYO bir başka ortaklık tarafından devralınması ya da başka bir ortaklık ile birleşmesi halinde ya da bölünerek bünyesinden iki ya da daha fazla ortaklık meydana getirmesi hallerinde ortaklığın tasfiyesiz infisahı söz konusu olacaktır.

TTK'da sayılan infisah sebeplerinin yanı sıra anonim ortaklıklar esas sözleşmelerinde başkaca infisah sebepleri gösterebilir (TTK md. 434/f.I/b(6)). Bir anonim ortaklık olan GYO'da da esasen böyle bir infisah sebebinin esas sözleşmede öngörülmüş olmasına kanuni bir engel yok iken, SPK'nın örnek esas sözleşme uygulaması bunu fiilen imkânsız kılmaktadır.

1.4.1.2.2 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Mali Sebeplerle İnfisahı

Bir ortaklığın mali durumu, malvarlığı unsurlarından aktifi ile pasifinin birbiri karşısındaki durumu anlamına gelmektedir³⁵⁴. Bu iki unsurun, birbirine olan oranının arzu edilen seviyede olup olmadığına göre ortaklığın mali durumunun iyi ya da kötü olduğundan söz edilebilir.

GYO'nun sermayesinin üçte ikisinin karşılıksız kalmış olması sebebiyle³⁵⁵ infisahı (TTK md. 434/f.I/b(3)) mümkündür³⁵⁶. Ortaklığın sermayesinin üçte ikisinin karşılıksız kalmış olması halinde YK'nın GK'yı toplayarak bir karar almasını talep etmesi gerekmektedir. Bu karar ortaklığın mali durumunun sermaye azaltarak ya da taahhüt ederek sıhate kavuşturulması yönünde olacaktır. GK'nın makul sürede toplanarak bu kararları alamaması halinde ortaklık infisah edecektir³⁵⁷. İnfisah halinin tespiti için, hukuki yararı olan herkesin dava açabileceği kabul edildiğinden³⁵⁸, SPK'nın da infisah halinin doğduğunun tespiti için dava açmasının SerPK md. 46/f.I/b(c) hükmünce kabul edilmesi gerekmektedir.

Bu infisah hali GYO için teorik olarak mümkünse de, uygulamada dış denetleme ve raporlama ile bu raporların SPK tarafından denetime tabi tutulması karşısında, ortaklığın sermayesinin üçte ikisinin karşılıksız kalmasından çok evvel, SerPK md. 46/f.I/b(c) ve (h) uyarınca tedbirlerin alınacağını düşünmekteyim. Bu

³⁵⁴ KAYAR, s. 6

³⁵⁵ Ortaklık sermayesinin üçte ikisinin karşılıksız kalması sebebiyle, yukarıda açıklandığı üzere GYO alacaklısının, STB'nin ve SPK'nın feshi talep etme hakkı da mevcuttur.

³⁵⁶ Sermayenin yarısının ya da üçte ikisinin karşılıksız kalmasının, mali durumun bozulması hallerinden biri olduğu yönünde bk. KAYAR, s. 33

³⁵⁷ TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar, N.1549, KAYAR, s. 230

³⁵⁸ KAYAR, s. 236

tedbirler çerçevesinde GYO ya mali durumunu düzelterek, ki bu halde sermaye kaybı yaşanmaz, ya da GYO'nun mali durumu kötüleşmeye devam edecektir, ki bu halde de ortaklığın faaliyetinin SPK'ca durdurulması ya da tasfiyesi kararı ile ve hatta iflasının talep edilmesi yaptırımını ile karşılaşacaktır.

- 5 GYO'nun infisahına sebep olan bir diğer mali sebep de mahkemece iflasına karar verilmiş olmasıdır. GYO'nun her tacir gibi takipli ya da takipsiz iflas sebepleri³⁵⁹ ile iflası talep edilebileceği gibi, sermaye şirketi olması sebebiyle borca batık olması halinde de doğrudan iflası talep edilebilir. Bu iflas prosedürlerinden herhangi biri ile yapılacak iflas takibi sonucu, mahkemenin vereceği iflas kararı ile
- 10 GYO infisah edecektir. GYO'nun iflasının diğer tacirlerden farklı olarak, SPK tarafından da istenebilmesi imkanı gösterilmektedir. SerPK md. 46/f.I/b(h) uyarınca ortaklığın mali durumunun ciddi oranda zayıflaması sebebiyle doğrudan iflası SPK tarafından talep edilebilmektedir³⁶⁰. İflası talep edilen GYO'nun mahkemece iflasına karar verildiği andan itibaren ortaklık sona erer³⁶¹. Bu noktadan itibaren ortaklığın
- 15 tasfiyesi ve ticaret sicilinden terkinin aşamaları başlayacaktır.³⁶²

- Mali durumun istenilen düzeyde olup olmadığının tespitinde, GYO'lar için öncelikle GYO Tebliği vasıtası ile öngörülen asgari başlangıç sermayesi üzerinde durmak gerekmektedir³⁶³. Bu asgari başlangıç sermayesinin altında bir sermaye ile
- 20 GYO kuruluşuna izin verilmediği gibi, yine bu sermaye oranının altına düşüldüğünde GYO sıfatı ile faaliyet gösterilmesine izin verilmemektedir. GYO'nun kurulması için asgari başlangıç sermayesi GYO Tebliği md. 6'da 10.000.000 TL olarak gösterilmiştir. Ülke ekonomimizin enflasyonist eğilim göstermesi asgari başlangıç sermayesinin reel alım gücünü düşürdüğünden, söz konusu düzenlemenin zaman

³⁵⁹ Bu iflas sebepleri de iflasa karar verilmesi ile ortaklığı sona erdirmekle birlikte, mutlaka ortaklığın mali durumunun bozulmuş olduğuna işaret etmemektedir. Bu hallerde ortaklığın sona ermesine sebep mali durumunun bozulması değil, borcun ödenmemesi olmaktadır. **KAYAR**, s. 236

³⁶⁰ **BELEN**, s. 349

³⁶¹ SPK'nın tedbir nitelikli yaptırımlarına (bk. 2.4.2.2.1 no'lu başlık altındaki açıklamalar) karşı idari yargıda dava sürmekte iken, iflasa ilişkin dava açılması halinde, iflas mahkemesi idari yargıdaki davayı bekletici mesele yapmayacaktır. Yargıtay 19. HD, 13.06.1995 tarihli, E. 1995/4053, K.1995/5326 sayılı karar www.kazanci.com.tr

³⁶² **KAYAR**, s. 239

³⁶³ Nitekim kayıtlı sermaye sistemine geçmemiş anonim ortaklıklarda da, esas sermayenin kısmen ya da tamamen kaybolması mali durumunun bozulması olarak kabul edilmektedir. **KAYAR**, s. 10

zaman gözden geçirilmesini gerekmektedir. Bu çerçevede SPK çıkarttığı ilke kararları ile zaman zaman asgari başlangıç sermayesi miktarını yükseltmektedir. SPK'nın asgari başlangıç sermayesini yükselttiği bir durumda, yeni kurulacak olan GYO'ların bu asgari başlangıç sermayesi şartını yerine getirmesi gerektiği gibi, hali hazırda GYO olarak kurulmuş ve faaliyet göstermekte olan bir ortaklığın da 5 çıkartılmış sermayesini bu seviyeye yükseltmesi gerekmektedir. Böyle bir sermaye artırımı yapılmadığı takdirde de GYO'nun sona ermesi gerekmektedir. Benzer mülahazalarla, GYO niteliğini haiz olmayan ve SPK'ya dahi tabi olmayan sermaye şirketlerinin asgari sermaye oranlarının artırılmasına, STB tarafından karar 10 verilmektedir. Bu artırıma ilişkin yükümlülüğün yerine getirilmediği durumlarda, artırıma ilişkin STB Tebliğlerinde, TTK md. 274 uyarınca şirketin feshine ilişkin STB'nin dava açacağı yaptırımını yer almaktadır. Ne var ki, GYO'ların asgari başlangıç sermayelerinin artırımına ilişkin ilke kararlarında ya da GYO Tebliği'nde böyle bir artırım kararına uygun hareket etmeyen GYO'lara uygulanabilecek 15 yaptırım gösterilmemektedir. Kanımca, şayet SPK GYO'ların asgari başlangıç sermayesi oranını, hali hazırda faaliyet göstermekte olan bir GYO'nun çıkartılmış sermayesini de geçecek oranda artırır ve bu GYO çıkartılmış sermayesini asgari orana kadar yükseltmez ise, ortaklığın sermayesini asgari düzeye çıkartması, SPK tarafından talep edilebilir. Ortaklığa çıkartılmış sermayesini asgari düzeye çıkartması 20 için verilen süre içinde gereği yapılmaz ise, SerPK md. 46/f.I/b(g) uyarınca sorumluluğu olan kurum görevlilerinin imza yetkilerinin sınırlandırılması ve ortaklık faaliyetlerinin geçici ya da sürekli olarak durdurulması ve tedrici tasfiyesi kararı alınabilir.

1.4.2 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tasfiyesi ve Ticaret Sicilinden

Terkini

25 GYO'nun yukarıda sayılan sona erme sebeplerinden hangisi söz konusu olursa olsun ortaklığın ticaret sicilinden terkinin öncesinde tasfiyesi gerekmektedir³⁶⁴. Ortaklığın tasfiyesi, sona erme sebebine bağlı olarak TTK'daki hükümlere ya da

³⁶⁴Sami KARAHAN, *Anonim Şirketlerde Tasfiye*, Konya 1998, s. 14

- İİK'daki hükümlere tabi olabilecektir. Bu hallerde GYO'nun tasfiyesi genel hükümler çerçevesinde gerçekleştirilecektir. TTK md. 441 vd. ya da İİK 208 vd. uyarınca tasfiyenin GYO niteliğini haiz olmayan alelade bir anonim ortaklığın tasfiyesinden farkı yoktur³⁶⁵. Ancak SerPK md. 46/f.I/b(h) uyarınca SPK tarafından
- 5 ortaklığın tedrici tasfiyesine karar verildiği takdirde, GYO özel nitelikli bir tasfiye prosedürüne tabi olacaktır. Sermaye piyasasında faaliyet gösteren ortaklıkların geniş bir menfaatler çevresine etki ediyor olmaları bakımından, tasfiyelerine özellikli düzenlemeler getirilmiştir³⁶⁶. Bu kurumların tasfiyesine TTK ve İİK hükümleri karşısında *lex specialis* niteliğindeki, SerPK md. 46/B hükümleri uygulanmaktadır.
- 10 Tedrici tasfiyenin özellik arz etmesi sebebiyle, TTK ve İİK'ya tabi tasfiyeler için genel nitelikli eserlere gönderme yapmakla yetinip aşağıda, GYO'nun tedrici tasfiyesi üzerinde durulacaktır. Tedrici olsun olmasın, tasfiyeyi ortaklığın ticaret sicilinden terkin takip edecektir.

1.4.2.1 Tedrici Tasfiye

- 15 GYO'nun tasfiyesi bir yandan varsa alacaklarının tahsil edilmesi, diğer yandan da aktiflerinin aşamalı olarak paraya çevrilmesi suretiyle borçlarının ödenmesi olarak anlaşılmalıdır. Böylece ortaklığın üçüncü kişiler ile mali ve hukuki ilişkilerinin sona erdirilmesi hedeflenmektedir³⁶⁷. Bir kere ortaklığın alacaklıları tatmin edildikten sonra varsa bakiye, tasfiye payı hükümlerince paylaşılacak ve GYO ticaret sicilinden
- 20 terkin edilmeye hazır hale gelecektir³⁶⁸.

GYO bir kere tedrici tasfiye sürecine girdiği zaman artık GYO Tebliği'nde ve esas sözleşmesinde gösterilen amaç yerine, yalnızca tasfiye amacı ile sınırlı olarak

³⁶⁵ Belen, GYO'nun tasfiyesini gerektiren sebep ne olursa olsun uygulanacak tasfiye hükümlerinin tedrici tasfiye olduğunu savunmaktadır. Bk. **BELEN**, s. 351, Tedrici tasfiye hükümlerinin TTK ve İİK karşısında istisnai nitelik taşıması ve bu hükümlerin uygulanacağı hallerin SerPK'da düzenlenen sona erme hallerinden dahi yalnızca birine (SerPK md. 46/f.I/b(h)) hasredilmiş bulunması karşısında, Belen'in görüşünün kabul edilmesi mümkün gözükmemektedir.

³⁶⁶ **YASİN**, s. 38

³⁶⁷ Mete **TEVETOĞLU Mali Durumu Bozulan Aracı Kurumlarda Alınacak Tedbirler ve Özellikle Tedrici Tasfiye**, İstanbul 2006, s. 86

³⁶⁸ **TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar, N.1568

işlemlerde bulunabilecektir³⁶⁹. SerPK md. 46/f.I/b(h) uyarınca tedrici tasfiye kararı verilebilecek sermaye piyasası kurumları için bu tasfiyenin genel hatları SerPK md. 46/B'de çizilmektedir. Her ne kadar madde ifadesinden tedrici tasfiyenin yalnızca SerPK md. 46/f.I/b(h) uyarınca mali durumu bozulan *aracı kurumlar* için 5 öngörülmüş bir sistem olduğu gibi bir izlenim doğsa da, söz konusu müessese SerPK md. 46/f.I/b(h) yollaması ve SerPK md. 46B/f.X ifadesi uyarınca GYO'lar da dahil olmak üzere tüm sermaye piyasası kurumlarının tasfiyesine uygulanabilecektir³⁷⁰. Aracı kurumlar haricindeki sermaye piyasası kurumlarına, tedrici tasfiyenin ne şekilde uygulanacağına ilişkin bir SPK Tebliği henüz yayımlanmamıştır. Bu sebeple 10 GYO'lara uygulanacak olan tedrici tasfiye hükümleri kaynağını yalnızca SerPK md. 46/B'de bulmaktadır.

GYO'nun tedrici tasfiyesinin yapılabilmesi için ortaklığın öncelikte SerPK md. 46/f.I/b(h) uyarınca (i) mali durumunun zayıflamakta olduğunun tespit edilip bu 15 durumun düzeltilmesi için ortaklığa bir süre verilmiş olmasına rağmen mali durumun düzeltilmemiş olması ya da (ii) ortaklığın taahhütlerini karşılayamayacak duruma yani borca batık hale geliş olması gerekmektedir. Ortaklığın borca batık hale gelmesi aynı zamanda doğrudan iflasının da istenebileceği anlamına gelmektedir.

20 GYO'nun tasfiye edilmesi ile iflas etmesi farklı kavramlardır. GYO'nun tedrici tasfiye kararını takiben ya da tedrici tasfiye yapılmaksızın iflas etmesi mümkündür. GYO'nun tedrici tasfiyesine karar verilebilecek hallerden yukarıda saydığımız 25 birinci halde (mali durumunun zayıflamış olması halinde) iflası talep edilemeyeceğinden, yalnızca tedrici tasfiyesi söz konusu olacaktır. Tedrici tasfiye sonunda meydana çıkan durumda, ortaklığın iflası talep edilebiliyor ise iflas talep edilecektir. Tedrici tasfiyeye karar verilebilen ikinci durumda (borca batıklık halinde) ise SPK ortaklığın doğrudan iflasını talep edebilmektedir. Bu halde ortaklığın doğrudan iflası talep edilecek olursa, tasfiye İİK hükümleri uyarınca gerçekleştirilecektir. GYO borca batık olması halinde tedrici tasfiyesinin

³⁶⁹ TEVETOĞLU, s. 85

³⁷⁰ KARAHAN, s. 60

yapılabilmesi için, ortaklığın doğrudan iflası talep edilmeyip tedrici tasfiyesine karar verilebilmektedir. Bu durumda da tedrici tasfiyeyi takiben yine iflası istenebilecektir.

GYO'nun tedrici tasfiye süreci, yukarıda saydığımız koşullarda, SPK'nın
 5 tedrici tasfiye kararı vermesi ile başlayacaktır³⁷¹. Aracı kurumların tedrici
 tasfiyesinden farklı olarak, GYO'nun tedrici tasfiyesi bizzat SPK tarafından yerine
 getirilecektir (SerPK md. 46B/f.X). Tedrici tasfiye yürütülürken, TTK, İİK ve diğer
 ilgili mevzuattaki tasfiyeye ilişkin hükümlerin uygulama alanı bulamayacağı hükmü
 SerPK md. 46B/f.II'de yer almaktadır. Adı geçen maddede, kıyasen dahi
 10 uygulanması istenmeyen tasfiye hükümleri, iflas tasfiyesine ilişkin hükümlerdir.
 Yoksa TTK'da yer alan tasfiyeye ilişkin genel nitelikli hükümlerin kıyasen tedrici
 tasfiyeye de uygulanması mümkündür³⁷². Nitekim SerPK md. 46B/f.II'de TTK ve
 İİK'da yer alan tasfiyeye ilişkin hükümlerin uygulanmayacağı belirtilmekle birlikte,
 hangi hükümlere müteallik bir tasfiye yapılacağı belirtilmemiştir. Aracı kurumların
 15 tedrici tasfiyesine hangi hükümlerin uygulanacağı 21.06.2001 tarihli Aracı
 Kurumların Tedrici Tasfiye Usul ve Esasları Hakkında Yönetmelik düzenlenmiş ise
 de, GYO'ların ve diğer sermaye piyasası kurumlarının tedrici tasfiyesine hangi
 hükümlerin uygulanacağı, SerPK md. 46B/f.X/c.son'da yer alan "*tedrici tasfiye*
yöntemleri ... kurulca belirlenir" hükmüne rağmen hala belirlenmiş değildir. Bu
 20 durum karşısında, GYO'ların tedrici tasfiyesine iflas tasfiyesine ilişkin olanlar hariç
 kalmak kaydıyla, TTK'da yer alan tasfiye hükümlerinin kıyasen uygulanması
 gerekmektedir.

Kıyasen uygulanacak TTK hükümlerinin başında TTK 439/f.II yer almaktadır.
 25 Söz konusu fıkra uyarınca, ortaklığın ticaret unvanına "tasfiye halinde" ibaresinin
 tescili ve bunun ilan edilmesi gerekmektedir. Aracı kurumların tedrici tasfiye usul ve
 esasları hakkında yönetmelikte tedrici tasfiye kararı ve bunun ilanı açıkça
 düzenlenmiş olmakla birlikte, söz konusu hüküm, GYO'ların tedrici tasfiyesi için
 uygulanabilir nitelikte değildir. Bu sebeple, tedrici tasfiyeye geçildiğinin ilanına

³⁷¹ Diğer tasfiye süreçleri, ortaklığın sona erme sebebinin gerçekleşmesi ile başlar iken, istisnai bir tasfiye çeşidi olan tedrici tasfiyenin başlaması mutlaka SPK'nın kararına bağlıdır. Diğer tasfiye süreçlerinde tasfiyenin tescili açıklayıcı niteliktedir. **KARAHAN**, s. 14

³⁷² Batider, 1969/V/2, s. 312-315 Ticaret Dairesi, 17.05.1968, E.2015, K.3018 **TEVETOĞLU**, s. 107, d.n. 351'den naklen

ilişkin TTK hükümlerinin kıyasen uygulanması gerekecektir. Tedrici tasfiyenin ilanı ile ortaklıkla işlem yapma ihtimali olan üçüncü kişiler, ortaklığın tedrici tasfiye kararı ile birlikte daralan hak ehliyeti ve el değiştiren tasarruf yetkisi hakkında bilgilendirilmiş olurlar³⁷³.

- 5 Aracı kurumların tedrici tasfiyesi yatırımcıları koruma fonu tarafından gerçekleştirilirken, GYO'nun tedrici tasfiyesinin SPK tarafından yapılacağı SerPK md. 46B/f.X'da hükme bağlanmıştır. Bu durum karşısında, SerPK md. 46B/f.III'ün kıyasen yorumlanmasından GYO'nun "*yasal organlarının görev ve yetkilerinin, tasfiye sonuçlanıncaya kadar*" SPK tarafından yerine getirileceği sonucuna ulaşmak
- 10 mümkündür. Bunun anlamı tedrici tasfiyenin tamamlandığı ilan edilinceye kadar, tedrici tasfiyeyi takiben iflas talep edilmişse, mahkemece iflas kararı verilinceye kadar, ortaklık malvarlığı üzerinde tasarruf yetkisinin, GYO organlarında değil, yalnızca SPK'da olacağıdır (SerPK md. 46B/f.V)³⁷⁴. Bu çerçevede ortaklığın portföyü de bizzat SPK tarafından işletilmeye devam edecektir. Ortaklık portföyünün
- 15 işletilmeye devam edilmesi, GYO'nun kar elde etme maksadının devam ettiği anlamına gelmemektedir³⁷⁵. Buradaki amaç ortaklığın uzun sürebilecek olan tedrici tasfiyesi aşamasında elde etmesi muhtemel karlarından mahrum bırakılmamasıdır. Nitekim bu amaçla, ortaklık portföyünün kısmen bir portföy yönetim şirketince yönetilmesi hususunda GYO adına sözleşme yapılması hususunda da SPK yetkili
- 20 olacaktır (SerPK md. 46B/f.IV)³⁷⁶.

- GYO'nun tedrici tasfiyesinde öncelikle ortaklığın aktif ve pasifinin gerçek değeri belirlenecek (SerPK md. 46B/f.V), ardından ortaklığın tedrici tasfiye kapsamındaki alacaklıları belirlenecektir. Aktifinin büyük kısmı gayrimenkul ve
- 25 gayrimenkule dayalı haklardan oluşan GYO'nun, aktiflerinin gerçek değerinin

³⁷³ Ticaret unvanının değiştirilmesinde tasfiye halindeki ortaklık ile işlem yapan üçüncü kişilerin korunması gayesinin olduğu hususunda bk. **KARAHAN**, s. 30

³⁷⁴ **TEVETOĞLU**, s. 109, **KARAHAN**, s. 47

³⁷⁵ Tasfiye haline geçmenin ortaklık maksadına yaptığı değişiklik ve "*tasfiye maksadı*" hakkında ayrıntılı açıklama için bk. **KARAHAN**, s. 22 vd.

³⁷⁶ Portföyün kısmen bir portföy yöneticisi tarafından işletilmesi hususunda bk. 2.1.1.1.2 no'lu başlık altındaki açıklamalar.

belirlenmesinde, GYO Tebliği md. 39 uyarınca tayin edilen bir gayrimenkul değerlendirme şirketinin hizmetlerinden yararlanılmasının uygun olduğu kanısındayım.

5 Tedrici tasfiye ile tatmin edilmesi hedeflenen alacaklılar, aracı kurumlar açısından sermaye piyasası işlemleri sebebiyle nakit alacaklıları ile sermaye piyasası aracı tesellüm alacakları olarak gösterilmiştir (SerPK md. 46B/f.II). Ne var ki, diğer sermaye piyasası kurumlarının tedrici tasfiyesinde, tedrici tasfiye alacaklarının hangileri olduğu belirtilmiş değildir. Bu sebeple tedrici tasfiyeye tabi GYO'nun, tüm alacaklıları bu kapsamda değerlendirilmelidir. Bunların hangi öncelik ile sıra
10 cetvelinde yer alacağı SerPK md. 46B/f.VI uyarınca değil, TTK'da yer alan tasfiye hükümlerine kıyasen belirlenecektir³⁷⁷. Buna göre, GYO'nun aktifleri ve pasiflerinin tespit edilmesini müteakip, SPK, aktiflerin pasifleri karşılamaya yeterli olup olmadığını tetkik edecektir. TTK md. 446/f.II'nin kıyasen uygulanması ile, şayet aktiflerin pasifleri karşılamaya yeterli olmadığı anlaşılırsa, SPK'nın derhal yetkili
15 mahkemeden, GYO'nun iflasını talep etmesi gerekmektedir. Aktiflerin pasifleri karşılayacağıının tespit edildiği durumda ise, ortaklık aktiflerinin paraya çevrilmesi icap edecektir. GYO'nun aktiflerinin paraya çevrilmesi toptan ya da teker teker olmak üzere iki şekilde yapılabilmektedir. TTK md. 443/f.II aktiflerin toptan paraya çevrilmesi yetkisini GK'ya vermiştir. Bu hükmün GYO'nun tedrici tasfiyesine
20 kıyasen uygulanması mümkün değildir, zira *lex specialis* niteliğindeki SerPK md. 46B açıkça bu hususta düzenleme yapmış ve ortaklık malvarlığı üzerindeki her türlü tasarruf yetkisini (toptan ya da teker teker ayrımı yapmaksızın) SPK'ya vermiştir. Ortaklığın müeccel ve muvazaalı borçları notere tevdi olunacak, diğer borçları ise ifa edilecektir.

25 Tedrici tasfiye sonunda ortaklık alacaklılarının tatmin edilmesi amacıyla ortaklığın aktifleri nakde çevrilecektir. Tedrici tasfiye çerçevesinde tüm GYO alacaklıları tatmin edilebilirse, SPK tedrici tasfiyenin kapatılmasına karar verecektir. Tedrici tasfiyenin kapatılmasına ilişkin SerPK'da bir hüküm bulunmamakla birlikte, idare hukukunda yer alan, işlemlerde paralellik ilkesi uyarınca, tedrici tasfiyeye karar

³⁷⁷ Çalışmada kıyasen uygulanacağına değindiğimiz TTK tasfiye hükümleri hakkında ayrıntılı açıklama için bk. **TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar, N1578 vd., **KARAHAN**, s. 151 vd.

veren kurum olarak SPK'nın, yine bu işlemi kaldırmaya da yetkili olması gerekmektedir³⁷⁸. Tedrici tasfiye sürecine rağmen, ortaklığın tüm alacaklıları tatmin edilemez ise, GYO'nun iflası talep edilecektir. Bu durumda da tedrici tasfiye süreci kapanmış olmaktadır. İflas talebinden itibaren ortaklığın tasfiyesi İİK hükümlerince gerçekleştirilecektir.

1.4.2.2 Ticaret Sicilinden Terkin

Anonim ortaklıkların tasfiye süreçlerinin sona ermesini, ortaklığın ticaret unvanının ticaret sicilinden terkin izler. Ancak terkin ile birlikte ortaklığın tüzel kişiliği sona ermiş sayılacaktır. GYO'larda da ister TTK ya da İİK anlamında tasfiye sürecine tabi tutulmuş olsun, ister tedrici tasfiyeye tabi tutulmuş olsun tüzel kişiliğin sona ermesi için, ticaret sicilinde terkin işlemi yapılması gerekmektedir.

Bir durumda tedrici tasfiyeyi takiben terkin yapılması şart olmayabilir. Şayet GYO'nun tedrici tasfiyesinden sonra, tüm alacaklıları tatmin edilmiş olarak tedrici tasfiye kapatılabilir ise, ortaklığın tüzel kişiliğine devam etmesi kabul edilebilir. Ne var ki, zaten mali durumu ciddi düzeyde zayıflamaya başlamış olduğu için, tedrici tasfiyeye tabi tutulmuş bu ortaklığın artık GYO sıfatı ile faaliyetine devam etmesine izin verilemeyecektir. Bu durumda ortaklığın ticaret unvanından gayrimenkul yatırım ortaklığı ibaresini ve esas sözleşmesinde yer alan amaç ve konu maddesinden GYO'nun faaliyet alanına ilişkin hükümleri çıkartması beklenir. Bu durumda da ticaret sicilinde teknik anlamı ile bir terkin değil, tadil yapılmış olursa da, ortaklığın GYO olarak varlığı sona ermiş olacaktır.

GYO'nun tüzel kişiliğini sona erdirecek terkin talebinin TTK md. 449 uyarınca tasfiye memurlarınca talep edilmesi gerekmektedir. Tasfiye memurlarının bu talepte bulunmamaları halinde, yönetim kurulu ya da denetçilerin ve hatta üçüncü kişilerin de terkin talebini talep edebilecekleri kabul edilmektedir³⁷⁹. Özellikle tedrici tasfiye

³⁷⁸ TEVETOĞLU, s. 118, 119

³⁷⁹ KARAHAN, s. 258

- durumunda, tasfiyesi tamamlanan GYO'nun ticaret sicilinden terkinini talep etmesi kendisinden en çok beklenebilecek üçüncü kişi SPK'dır. Tasfiyenin kapanmasını takiben uygun süre içinde tasfiye memurları ya da ortaklık organları bu talepte bulunmaz ise SPK'nın GYO Tebliği md. 44'de hükme bağlanmış yasak uyarınca,
- 5 “gayrimenkul yatırım ortaklığı” sıfatının haksız yere kullanılmasını önlemek amacı ile terkinini talep edebileceğini kabul etmek gerekmektedir.

GYO'nun sicilden terkinini ile tüzel kişilik sona erer ve buna bağlı olarak hak ve fiil ehliyeti ve bunları kullanan organlar ortadan kalkar.

İKİNCİ BÖLÜM

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ FAALİYETLERİ

GYO'nun esaslı faaliyeti olan portföy işletmeciliği faaliyeti açıklamalarına geçmeden evvel, dilimize yabancı olmakla beraber, ticaret hukuku alanında kullanım ile yerleşmiş olan “portföy” kavramını kısaca açıklamakta fayda görmekteyim. “*Portfeuille* - Portföy” kelimesi, köken itibariyle Fransızca olup, esas itibariyle cüzdan anlamına gelmektedir. Ancak sözcük Fransız hukuk dili ve pratiğinde dahi anlamını değiştirmiş ve “bir kişinin tasarrufunda bulunan senetler, kıymetler ve sözleşmelerden oluşan bütün” şeklinde tanımlanmıştır³⁸⁰. İşte, “portföy” sözcüğü dilimize bu ikinci anlamı ile girmiştir³⁸¹. Bu son tanımdan yola çıkarak, portföyün aynı zamanda malvarlığını oluşturan unsurlarından meydana geldiğini tespit etmek mümkündür. Başka bir ifade ile, bir açıdan bakıldığında portföyü oluşturan unsurlar, bir başka açıdan bakıldığında bir kimsenin malvarlığını oluşturan unsurlar da olacaktır. Üstelik bu durum eş zamanlı olarak gerçekleşecektir. Meseleye GYO özelinde baktığımız takdirde, GYO'nun işletmek üzere oluşturduğu portföyü meydana getiren haklar, bir yandan portföyün bileşenleri, bir yandan da malvarlığının bileşenleri olmaktadır. O halde GYO'da portföyün malvarlığı ile olan ilişkisinin açıklanması gerekmektedir.

20 Kavramların açıklanmasında tanımlardan yola çıkacak olursak, yukarıda aktardığım, genel portföy tanımının yanı sıra, malvarlığı kavramının da tanımlanması gerekmektedir. Malvarlığı³⁸²; “*bir şahsın para ile ölçülebilir değer taşıyan hak ve*

³⁸⁰ Gérard CORNU, *Vocabulaire Juridique*, 2005, Paris, s. 681

³⁸¹ Çalışmada kullanılan “portföy” ifadesinin, ticaret hukukumuzda, özellikle de acentalık faaliyeti ile ilintili olarak anlatılan “müşteri portföyü” ve “portföy tazminatı” kavramları ile ilişkisi yoktur. Bu kavramlar hakkında ayrıntılı açıklama için bk. **POROY/YASAMAN**, N. 308, s. 230 vd.

³⁸² Ayiter, “malvarlığı” kelimesi yerine “mamelek” kelimesinin, kavramı daya iyi karşıladığını, zira “mameleğin” mallardan değil, haklardan meydana geldiğini savunmuştur. Bk. Nûşin **AYİTER**, **Mamelek Kavramı Üzerinde İnceleme**, Ankara 1968, s. 3, dn. 1; Ne var ki, 1968 yılında yerinde

borçlarının tümü” olarak tanımlanmaktadır³⁸³. Malvarlığı GYO’nun sahip olduğu tüm haklar ve borçlardan oluşan bir bütün, portföy ise, GYO’nun sahip olduğu bir takım haklardan oluşan bir bütündür. O halde, portföyün malvarlığının içinde yer aldığı söylemek mümkündür. Bir adım daha ileri giderek portföyün, GYO’nun aktif malvarlığında bulunduğunu da söyleyebiliriz³⁸⁴. Zira portföy yalnızca haklardan ibaret bir bütündür. Portföyün GYO’nun aktif malvarlığında mevcut bir haklar bütününden daha fazlası, bir hususi malvarlığı (*Sondervermögen*) olup olmadığı doktrinde tartışılmış, ancak bir fikir birliğine varılamamıştır.

10 Tekinalp³⁸⁵, yatırım ortaklıklarının işletmek üzere oluşturdukları portföylerin birer hususi malvarlığı olduğunu savunurken, Arkan ve Aytaç, ise portföyün bir hususi malvarlığı teşkil etmediğini ileri sürmektedirler³⁸⁶. Nomer ve Belen ise portföyün malvarlığı içinde “*ayrı bir değeri*” ifade ettiğini ve “*bağımsız*” olduğunu kabul etmekle beraber, portföyün “*özel malvarlığı*” niteliğinde olup olmadığı
15 konusunda görüş bildirmemişlerdir³⁸⁷.

20 Tekinalp’in görüşü uyarınca, kanunun “portföy” kelimesini kullanmasında özel bir amaç güdülmüştür³⁸⁸. Bu amaç söz konusu portföyün ortaklık “*malvarlığı içinde ayrı bir malvarlığı oluşturduğunu*” göstermektir. Tekinalp’e göre, portföyün hususi malvarlığı teşkil etmesi, portföye malvarlığının kalanından farklı hükümlerin uygulanması ve portföyün ortaklığın malvarlığının tamamından ayrı bir ticari muhasebesinin bulunmasıdır³⁸⁹. Yazar, hususi malvarlığının bağımsızlığından kaynaklanan ve portföyün güvence altına alınmasına ilişkin özel hükümlere yer verilmemiş olmasını eleştirmiş ancak bu durumun kanun koyucunun seçmiş olduğu

olarak ileri sürülmüş olan bu husus, uygulamada kabul görmemiş ve “malvarlığı” ifadesi çoğunlukça kullanılır hale gelmiştir. Bu sebeple çalışmada, zamanla kabul gören kelime olan “malvarlığı” kullanılacaktır.

³⁸³ OĞUZMAN/BARLAS, s. 110, BELEN, s. 134

³⁸⁴ Karl LARENZ / Manfred WOLF, *Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, 9. neubearbeitete und erweiterte Auflage*, München 2004, s. 379, § 21 5

³⁸⁵ TEKİNALP, Sermaye Piyasası, s. 101 vd.

³⁸⁶ ARKAN, s. 34 dn. 6, Menkul kıymetler yatırım ortaklıkları açısından; Zühtü AYTAC, “*Sermaye Piyasası Yardımcı Kuruluşu Olarak Menkul Kıymetler Yatırım Ortakları*”, *Türkiye’de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar) Seminer Tebliğleri*, İstanbul 1984, s. 263

³⁸⁷ NOMER, Yatırım Ortaklıkları, s. 66, 67, BELEN, s. 133 vd.

³⁸⁸ TEKİNALP, Sermaye Piyasası, s. 101

³⁸⁹ TEKİNALP, Sermaye Piyasası, s. 102

sistemden kaynaklandığını da ifade etmiştir³⁹⁰. Tekinalp, portföyün hususi malvarlığı teşkil ettiğini tespit etmekle beraber, bu durumun pay sahibi yatırımcılar açısından hukuki durumu değiştirmedini hatırlatmaktadır³⁹¹. Doktrinde ileri sürülen görüşler çerçevesinde GYO portföyünün bir hususi malvarlığı teşkil edip etmediğine yönelik bir tahlil yapmak gerekmektedir.

Bir hususi malvarlığı ihdas etmenin *ratio legis*'i – Kural olarak kişilerin bir malvarlıkları vardır³⁹². Kişi bir ve bütün olan malvarlığını gerek hizmet ettikleri amaçlara göre, gerekse malvarlığını çeşitlendirip risklere karşı korumak adına çeşitli yatırım alanlarına bölse dahi, bu iktisadi malvarlığı hareketleri, kişinin malvarlığının hukuk gözünde bir bütün olduğu gerçeğini değiştirmeyecektir. O halde kişi, evindeki kasada kişisel harcamaları için ayırdığı bir miktar parayı, yalnızca uzun vadeli yatırımları için açmış olduğu bir banka mevduat hesabına yatırırsa, bu durum iktisadi bir hareket olmakla beraber, hukuk perspektifinden bakıldığında, kişinin malvarlığında bir değişme gözükmeyecektir, yalnızca malvarlığında gözüken aynı miktarda para, fiziken evin kasasında duracağına bankaya emanet edilmiş olacaktır. Söz konusu para akımı karşısında hukukun malvarlığında bir değişim görmemesinin sebebi, malvarlığının bir bütün (kül) olması ilkesine dayanmaktadır³⁹³. Malvarlığı bir bütün teşkil ettiği müddetçe, bu bütün içindeki aynı miktardaki paranın fiziken bulunduğu yer bir anlam ifade etmemektedir, zira bir malvarlığı ögesi fiziken nerede bulunursa bulunsun, aynı bütünün (aynı kimsenin malvarlığının) içinde yer almaktadır.

Malvarlığının bir bütün teşkil etmesi kuralı ise kişilerin, tüm malvarlıkları ile sorumlu olmaları ilkesinden kaynaklanmaktadır³⁹⁴. Malvarlığının bütünlüğü ilkesi,

³⁹⁰ **TEKİNALP**, Sermaye Piyasası, s. 103

³⁹¹ **TEKİNALP**, Sermaye Piyasası, s. 103

³⁹² **LARENZ/WOLF**, §21 31, s. 386

³⁹³ Ayiter, farklı görüştedir. Yazar, malvarlığının bir bütün (kül) teşkil ettiği fikrine karşı çıkmakta. Malvarlığı unsurlarını oluşturan her bir hakkın tek ortak rabitasının, aynı kişiye ait olduğunu savunmaktadır. **AYİTER**, s. 27

³⁹⁴ Nitekim, malvarlığının bir bütün teşkil ettiği görüşüne karşı çıkan Ayiter dahi, “*mamelekin mesuliyet bakımından bölünmemesi*” ilkesini vurgulamaktadır. **AYİTER**, s. 30

esasen kişinin alacaklılarına karşı bir güvence niteliğindedir³⁹⁵. Böyle bir güvencenin, malvarlığının hususi malvarlığı alanlarına bölünerek azaltılması ise ancak kanun ile yapılabilirdir. Nitekim doktrinde hususi malvarlığının yalnızca kanun vasıtası ile ihdas edilebileceği kabul edilmiştir³⁹⁶. O halde ancak *numerus* 5 *clausus* olarak ihdas edilebilen hususi malvarlığı alanlarının, kanun koyucu tarafından belirlenmesinde makul ve meşru bir sebep olması gerekmektedir. Bu sebepler çok çeşitli³⁹⁷ olabilmekle beraber, gayrimenkul yatırım ortaklıkları açısından bakıldığında, ayrılan malvarlığı parçasının hususi ilkere göre idaresi (i) ve bu yapılırken paysahibinin yatırımının (özellikle ortaklık alacaklılarına karşı) 10 korunması (ii) sebeplerinin sayılması mümkündür.

Portföyün hususi hükümlere tabi olması – Hususi malvarlığı kavramını tanımlarken, Ayiter, “*bir şahsın mameleki içinde bir haklar kompleksi ayrı bir hukukî nizama tâbi ise mamelek içinde daha dar ve hususî kriterlere göre hudutlandırılmış* 15 *... ise buna hususî mamelek adı verilir*” demekle, portföyün farklı hükümlere tabi olması gerektiği vurgusunu yapmaktadır. Aynı gerekliliği, yatırım ortaklıkları açısından vurgularken, Tekinalp, “*portföyün ayrı bir ticarî muhasebesinin bulunmasının*” şart olduğu üzerinde durmuştur. Kanımca portföyün, ortaklık malvarlığından ayrı bir ticarî muhasebesinin olması, onun hususi bir malvarlığı teşkil 20 edeceğini söylemeye yeterli olmasa da, bu yönde önemli bir göstergedir. Şöyle ki, bir tacirin işletmekte olduğu ticari işletmesi de malvarlığının içinde bir bütünü oluşturacak ve ayrı bir ticari muhasebesi olacaktır. Ne var ki, ayrı bir ticari muhasebesinin olması, ticari işletmeye başlı başına hususi malvarlığı niteliği

³⁹⁵ Alacaklılara sağlanan bu güvenceyi Hansmann, Kraakman ve Squire şu şekilde ifade etmektedirler “*Bir kimse akdi bir borç altına girdiğinde, tüm kişisel malvarlığı, onun borcu ifa edeceğine teminat teşkil eder.*” Aynı yazarlar, bireylerden ya da ortaklıklardan meydana gelen hukuk süjelerini (“*legal entity*”) özünde, alacaklıların alacaklarını temin etmekte olan ve hukuken birbirinden ayrılmış malvarlığı havuzları olarak tarif etmektedirler. Henry HANSMANN / Reinier KRAAKMAN / Richard SQUIRE, “*Law and the Rise of the Firm*”, **Harvard Law Review**, vol 119, 2006, s. 1337

³⁹⁶ AYİTER, s. 25, LARENZ/WOLF, §21 31, s. 386, Necip KOCAYUSUFPAŞAOĞLU / Hüseyin HATEMİ / Rona SEROZAN / Abdülkadir ARPACI, Borçlar Hukukuna Giriş Hukukî İşlem Sözleşme, İstanbul 2008, §2 50, s. 30, Yazarlar, bir kimsenin sorumluluğunu, onun özel malvarlığının karşılamasının bir kanun hükmüyle getirilebileceğini hatırlattıktan sonra, bu sonuca tarafların anlaşması ile de ulaşılabilirliğini, ancak böyle bir ihtimalin uygulanmasının alacaklının rızasının alınmasındaki güçlük nedeniyle “*pratik değerden yoksun*” olduğunu ifade etmektedirler.

³⁹⁷ Hususi malvarlığı ihdasına yönelik çeşitli sebepler için bk. LARENZ/WOLF, §21 32 vd., s. 387 vd.

vermemektedir³⁹⁸. Tekinalp'in, portföyün hususi bir malvarlığı olduğu görüşünü destekler nitelikte saydığı bir takım hükümler de portföy işletmeciliği faaliyetine ilişkin olup, “*portföyün likiditesine*”, “*portföye ilişkin diğer işlemlere*”, “*risk dağıtılması ilkesine*” yöneliktir³⁹⁹. Tekinalp'in, menkul kıymetler yatırım ortaklıkları açısından sıraladığı, portföy işletmeciliğine ilişkin emredici hükümler GYO açısından da GYO Tebliği'nde mevcuttur. Portföy işletmeciliğine ilişkin bu emredici hükümlerin, Ayiter'in hususi malvarlığı tanımında sözünü ettiği tarzda “*ayrı bir hukukî nizam*” oluşturduğu kanaatindeyim. Zira, portföy bu noktada ayrı bir ticari muhasebeye tabi olmakla kalmıyor, aynı zamanda portföyün geri kalanından ayrı ve daha sıkı koşullara tabi (Ayiter'in ifadesi ile “*daha dar ve hususî kriterlere göre hudutlandırılmış*”) olarak idare edilme şartına bağlı bulunuyor. O halde, GYO portföyünün, kanun vasıtası ile getirilmiş hususi ilkelere göre idare edildiğini kabul etmek gerekir.

15 Pay sahibinin yatırımının korunması – Hususi malvarlığı ihdas edilen pek çok halde, söz konusu malvarlığı ya inançlı mülkiyet esaslarınca, ya da akdi bir ilişki uyarınca üçüncü bir kişi yedinde bulundurulmaktadır. Bu durumda, hususi malvarlığının oluşturulmasına yatırımları ile katkıda bulunmuş olan küçük yatırımcı, söz konusu kişiye ve bu kişinin alacaklılarına karşı korunmak istenmektedir. Bu anlamda çoğunlukla hususi malvarlığını alacaklılara karşı koruyan hükümler ihdas edilmiştir⁴⁰⁰. Ne var ki, ülkemiz GYO sisteminde hususi malvarlığını yedinde bulunduran kişi ile malvarlığının asıl maliki aynı kişi (GYO) olduğundan, böyle bir korumaya gerek duyulmamıştır. Yine de, hususi malvarlığı ile ilgili açıklamaların başında da belirtildiği gibi, bu ayrı ve bağımsız malvarlığının kanun koyucu tarafından ihdas edilmesinin gerekçelerinden biri, bunun alacaklılar tarafından gelebilecek talepler karşısında erimeye karşı korunmasıdır⁴⁰¹. Ülkemizdeki GYO yapılanmasındaki örnekte de, her ne kadar teknik hukuk açısından bakıldığında malvarlığının maliki ve yedinde bulunduramı (ve tasarruf edeni) aynı kişi gibi

³⁹⁸ Ticari işletmenin hususi malvarlığı olmadığı yönünde bk. **ARKAN**, s. 34, 35

³⁹⁹ **TEKİNALP**, Sermaye Piyasası, s. 102

⁴⁰⁰ **ROUNDS/DEHIO**, s. 489

⁴⁰¹ Nasıl sınırlı sorumluluk öngören ortaklıklar, ortağın kişisel malvarlığını ortaklık alacaklılarından korumakta ise, hususi malvarlığın ihdas edilmesi de, ortakların yatırımları ile oluşturulan portföyü, ortaklığın alacaklılarına karşı korumak gayesi gütmektedir. Bk. **HANSMANN/KRAAKMAN/SQUIRE**, s. 1340

gözükse de esasen, malvarlığını yedinde bulunduran ve bunun üzerinde tasarruf eden GYO (ve onun yönetimi) olmakla beraber, Tekinalp'in ifadesiyle, portföyün “ekonomik maliki” pahasahipleridir⁴⁰². Yani portföyün işletilmesi ve bundan elde edilecek katma değerden ekonomik olarak menfaati olan ve bu menfaati paylaşacak olanlar pahasahipleridir. O halde, GYO sisteminde de pahasahiplerinin yatırımları ile oluşturulan ve işletilen portföyün onlar adına GYO alacaklılarına karşı korunması gerekirdi⁴⁰³. Ne var ki, ortaklığın malvarlığının bir bütün olması ilkesi, GYO’da da korunmuş ve pahasahipleri ortaklık alacaklılarının portföyde yer alan unsurlara el atmasına karşı korunmamıştır. Buna mukabil, GYO portföyünün olası ortaklık alacaklılarına karşı tamamen de korumasız bırakıldığını söyleyemeyiz. Şöyle ki, her ne kadar Tebliğ (ve ilgili diğer mevzuat) ortaklık alacaklılarının, portföye el atmalarını engellemekte ise de, ortaklığın muhtemel alacaklılarını azaltmak adına, GYO’nun bizzat inşaat faaliyetini üstlenmesini, işletmecilik yapmasını yasaklamıştır⁴⁰⁴. Bu faaliyetler ticari riski üstlenmeyi gerektirdiği gibi, ortaklığın birçok alacaklısı olmasına sebebiyet verebilecek niteliktedir. GYO Tebliği md. 33’te yer alan sigorta mecburiyeti de aynı şekilde, potansiyel alacaklıların portföye el atmalarının önüne geçilmesi amacını gütmektedir. Tabii ki bu saydığımız emredici hükümler, ortaklık malvarlığı içinde yalnızca portföyün korunmasına ilişkin değildir, ortaklığın tüm malvarlığına yayılan bir koruma sağlamaktadır. Ancak, GYO’nun aktif malvarlığının büyük bölümünün portföyden oluştuğu⁴⁰⁵ düşünüldüğünde, hükümlerin esas itibariyle portföyün korunması amacıyla konulduğu tespit edilebilir. Zaten (alacaklıların GYO portföyüne el atamadıkları) aksi durumu düşündüğümüzde, aktif malvarlığının büyük kısmı portföyden meydana gelen GYO’lar ile akdi ilişkiye girmeye cesaret edebilecek basiretli bir tacir bulmak zorlaşacak, GYO’lar faaliyetlerini sürdürmekte güçlük çekeceklerdir. Kanun koyucunun hususi malvarlığı olarak ihdas ettiği GYO portföyünün, alacaklılara karşı korunması, diğer hususi malvarlığı örneklerinde olduğu gibi, alacaklıların portföy kalemlerine el atmasının engellenmesi şeklinde değil, ortaklık alacaklılarının azaltılması şeklinde sağlanmıştır.

⁴⁰² **TEKİNALP**, Sermaye Piyasası, s. 103

⁴⁰³ Pahasahiplerini, ortaklık alacaklılarına karşı koruyacak nitelikte bir takımlar hükümler getirilmesi gerektiği yönünde bk. **TEKİNALP**, Sermaye Piyasası, s. 103

⁴⁰⁴ Bk. GYO Tebliği md. 24

⁴⁰⁵ Ortaklık malvarlığının büyük bölümünün portföyden oluştuğu hususuna vurgu yapmak isteyen Tekinalp, “Ortaklığın malvarlığı ile [...] portföyü esasta aynı şeydir. Sadece küçük bir kısmı işletme sermayesi için ayrılmıştır. Fakat bu kısım da aynıyeti ortadan kaldıracabilecek önemde değildir.” ifadesini kullanmaktadır. **TEKİNALP**, İki Model, s. 389

Aşağıda hangi ilkelere göre işletileceğine değineceğimiz portföy, gerek hususi hükümlere tabi olması, gerek alacaklılara karşı (kısmen de olsa) korunmuş olması sebebiyle, hususi malvarlığı niteliğindedir. GYO Tebliği'nde tarif edilen portföy, 5 hususi bir malvarlığı niteliğinde olmakla birlikte, uygulamada portföy tablosunda GYO'nun tüm malvarlığı gösterilmektedir. Örneğin, GYO'nun merkezinin bulunduğu bina ortaklığın işletmek amacıyla maliki olduğu, dolayısıyla hususi malvarlığında (portföyünde) değil, genel malvarlığında bulunması gereken bir kalem iken, uygulamada portföy tablosunda gösterilmektedir. Bu sebeple uygulamada, 10 GYO portföyünün hususi malvarlığı niteliğinin göz ardı edilmekte olduğunu söylemek mümkündür.

2.1 Portföy İşletmeciliği Faaliyetlerine Hâkim İlkeler

15 Portföy işletmeciliğine ilişkin ilkelerin ayrıntısıyla incelendiği aşağıdaki bölümde, GYO'nun esaslı faaliyeti olarak Tebliğde gösterilen "portföy işletmeciliği" kavramı, yukarıda açıkladığımız yönde geniş anlamı ile kullanılmış olup, ortaklık dışından portföy yöneticiliği hizmeti alan GYO'ları da kapsayacak şekilde anlaşılmalıdır. GYO'nun faaliyetlerinde bağlı bulunduğu bir takım ilkeler vardır. Bu 20 ilkelerin bir kısmı ortaklıklar hukukundan (örneğin, şirket amaç ve konusu kapsamında faaliyet göstermek), bir kısmı da sermaye piyasası hukukundan (örneğin, kamuyu aydınlatma, kurumsal yönetim) kaynağını bulmaktadır. Aşağıda, GYO'lar gibi sermaye piyasası hukukuna tabi diğer ortaklıkların tabi olduğu ilkeler üzerinde durulmayacak, GYO'nun tabi olduğu, salt portföy işletmeciliği faaliyetini 25 ilgilendiren ilkeler incelenecektir.

2.1.1 Portföy İşletmeciliğine İlişkin Genel İlkeler

2.1.1.1 Uzman Kişiler Eliyle Yönetim İlkesi

Kolektif yatırım kurumları eliyle işletilen portföyün, bireysel portföy işletmeciliğinden en önemli farkı, portföy işletmeciliğine ilişkin kararların, yönetilen portföyün piyasasının uzmanlarınca verilmesidir⁴⁰⁶. Böylece, söz konusu kolektif yatırım kurumlarına yatırım yapan tasarruf sahipleri, yatırımlarının konunun uzmanlarınca değerlendirilmesini sağlamaktadırlar. Kolektif yatırım kurumlarına yapılan yatırımlara, GYO'ya yapılan yatırımlar özelinde bakacak olursak, GYO hisse senedi almak suretiyle kolektif yatırıma katılan küçük tasarruf sahibi, bu yatırımın 5 uzmanlarınca değerlendirilmesini sağlamaktadırlar. Kolektif yatırım kurumlarına yapılan yatırımlara, GYO'ya yapılan yatırımlar özelinde bakacak olursak, GYO hisse senedi almak suretiyle kolektif yatırıma katılan küçük tasarruf sahibi, bu yatırımın gayrimenkul alanında uzman kişilerce işletilmesini beklemektedir. Bu doğrultuda GYO Tebliği md. 17 ve 19, portföyün işletilmesinde söz sahibi olacak YK üyelerinin 10 ve genel müdürün, sahip olması gereken özelliklere asgari bir sınır getirmiştir. Şayet GYO portföyünün bir kısmını kendisi işletmeyecek, bu konuda bir portföy yönetim şirketine başvuracak ise, bu durumda da portföy, ilgili SPK Tebliği uyarınca uzmanlaşmış kişilere teslim edilecektir.

15 Portföy işletmeciliği faaliyetini yürütme görevi, kural olarak GYO yönetim kuruluna verilmiştir⁴⁰⁷. Portföy işletmeciliği faaliyetini ilgilendiren çalışmaların kısmen *out-source (dışarıdan temin)* edilebilmesi mümkün olsa da, dışarıdan alınabilecek hizmetler de uzman kişi eliyle yönetim ilkesi gereği, portföy işletmeciliği konusunda uzman olmalıdır. Dar anlamda portföy işletmeciliği⁴⁰⁸

⁴⁰⁶ YASAMAN, Yatırım Fonları, s. 51, NOMER, Yatırım Ortaklıkları, s. 6, AYTAC, s. 248

⁴⁰⁷ Portföy işletmeciliği ve portföy yönetimi kavramlarını karşılaştıran Karakaş, “*portföy yönetimi tek bir yatırımcı için yapılırken, portföy işletmeciliğinde portföy yönetimi, örneğin yatırım fonlarında olduğu gibi yatırım fonundan katılma belgesi almış bütün yatırımcılar için yapılmaktadır*” açıklamasını yapmaktadır. Bk. KARAKAŞ, s. 8

⁴⁰⁸ GYO Tebliği'nin “*Faaliyet Kapsamı*” başlığını taşıyan 23. maddesi portföy işletmeciliği faaliyetinin genel esaslarını hüküm altına almıştır. Bu faaliyetleri; dar anlamda portföy işletmeciliği (i) (yani portföyün oluşturulması ve bir kere portföy oluşturulduktan sonra onun değerinin muhafaza edilmesi ve geliştirilmesi için tedbirlerin araştırılması ve alınması), portföyün Tebliğ'deki sınırlamalara uygunluğunun denetlenmesi ve portföye ilişkin raporlama faaliyetleri (ii) ve portföy işletilmesinde dışarıdan danışmanlık ya da portföy yönetim hizmeti alındığı durumlarda bu kuruluşların faaliyetlerinin denetlenmesi (iii) olarak üç başlık altında toplamak mümkündür.

faaliyeti kısmen dışarıdan bir şirket tarafından gerçekleştiriliyor olsa dahi⁴⁰⁹, geniş anlamda portföy işletmeciliği faaliyeti, mutlaka GYO'nun uzman yönetim kurulunda kalacaktır. Portföyün oluşturulması ve bir kere portföy oluşturulduktan sonra onun değerinin muhafaza edilmesi ve geliştirilmesi için tedbirlerin araştırılması ve alınması niteliğindeki, dar anlamda portföy işletmeciliği, GYO tarafından bizzat yapılabileceği gibi, kısmen portföy yönetim şirketi aracılığıyla üçüncü bir kimseye de yaptırılabilir.

2.1.1.1.1 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Bizzat İşletmecilik Yapması

GYO'nun bizzat portföy işletmeciliği faaliyetini üstlenmesi onu, gayrimenkule yatırım yapabilen diğer kolektif yatırım kurumlarından olan, gayrimenkul yatırım fonlarından, ayıran en önemli özelliktir. Sözleşmesel yapıda kurulan, yatırım fonlarında, katılıma belgesi sahiplerinin yatırımları ile oluşturulan portföy (fon), yatırımcıların hissedarı olmadıkları, ayrı bir portföy yöneticisi tarafından yönetilmektedir⁴¹⁰. Ortaksal yapıya sahip GYO'larda ise, portföyün oluşturulmasına tasarrufları ile bizzat katkıda bulunan yatırımcılar, aynı zamanda oluşturdukları portföyün işletilmesinde de dolaylı dahi olsa söz sahibidirler. Şöyle ki, GYO'da yatırımcı, aynı zamanda pay sahibi sıfatını haiz olduğundan, ortaklık yönetiminde, özellikle de yönetim kurulunun seçilmesinde söz sahibidir. Yönetim kurulunun portföyün işletilmesinden sorumlu olduğu düşünüldüğünde, pay sahibinin portföyün işletilmesine, söz konusu portföyü işletecek kişilerin seçilmesi yönünde, katkıda bulunduğu görülebilecektir.

⁴⁰⁹ Aşağıdaki takip eden iki alt başlık altındaki açıklamalarda, "portföy işletmeciliği" ya da "portföy yönetimi" ifadeleri, aksi belirtilmedikçe yukarıda açıkladığım dar anlamda portföy işletmeciliği/yöneticiliği anlamında kullanılacaktır.

⁴¹⁰ Doktrinde çoğu yazar kolektif yatırımları sözleşmesel ve ortaksal yapıda olmak üzere ikili, ya da bunlara "trust"ları eklemek suretiyle üçlü bir ayrıma gitmektedir. Bk. **NOMER**, Yatırım Ortaklıkları, s. 10, Ne var ki bu tür bir ayırım Rounds ve Dehio tarafından eleştirilmektedir. Yazarlar, bu ayırımın anglo-amerikan hukuku enstrümanlarına, kıta Avrupa'sı hukuku perspektifinden bakması sebebiyle, her zaman gerçeği yansıtmayabileceğini hatırlatmaktadır. Yazarlara göre ortaklık bünyesinde bir kolektif yatırımcı da, tarafların, hak, yükümlülük ve borçlarına bakıldığında, pekâlâ bir trust özelliği gösterebilecektir. Bk. **ROUNDS/DEHIO**, s. 476, Tekinalp ise, bu konuda daha rafine bir ayrıma gitmiş ve kolektif yatırımcıları, ortaksal yapıda olanlar ve güvenilir kişi eli ile yönetme ve işletme çözümünü benimseyenler olarak ikiye ayırmıştır. Bu son ayrımda yatırım fonları ve trustlar ikinci başlık altında değerlendirilmektedir. Bk. **TEKİNALP**, İki Model, s. 388, 389, Ben yukarıdaki açıklamalarımda, ülkemiz mevzuatı uyarınca kurulan gayrimenkul yatırım fonlarının sözleşmesel temelde kurulduklarına ilişkin bir tartışma olmaması sebebiyle "sözleşmesel" ifadesini kullanmakta tereddüt etmedim.

Gayrimenkul yatırım fonlarına yatırım yapan, katılma belgesi sahibinin yukarıda yalnızca sözleşmesel bir hakkı olduğundan bahsettik. Katılma belgesi, yatırımcıya sadece sözleşmesel bir alacak hakkı verebilir, ancak GYO'ya yatırım yapan küçük yatırımcının, ortaklığa karşı yalnızca bir alacak hakkı değil, aynı zamanda yönetim kurulunu seçme, yönetim kurulu üyelerinin sorumluluklarına ilişkin dava açma, azınlık haklarından yararlanma gibi pek çok başka ve ortaklıklar hukukuna özgü haklar da tanıyacaktır⁴¹¹. Bu haklar doğrudan olmasa da, yatırımcının ortaklığın portföyünü işleten yönetim kurulunu denetlemesini ve hatta onun faaliyetlerine kısıtlı da olsa müdahale edebilmesini sağlamaktadır. İşte pay sahibinin sahip olduğu bu yönetime katılma ve denetlemeye ilişkin haklar, GYO'nun, bir gayrimenkul yatırım fonuna karşı sahip olduğu en önemli avantajdır ve bu haklar GYO'nun portföyünün bizzat ortaklık yönetimince işletilmesi sayesinde yatırımcıyı korumaktadır. Nitekim, özellikle ABD'de yatırım fonlarından katılım belgesi alan küçük yatırımcının çıkarları ile portföy yöneticisinin çıkarlarının çatıştığı hallerde, yatırımcının yöneticiye müdahale edememesi, ondan ancak alacak hakkı vasıtası ile tazminat talep edebilmesi yatırımcının korunması açısından ciddi sorunlara sebebiyet vermiştir⁴¹².

Portföyünü bizzat işleten GYO'da, bu faaliyeti yönetim kurulu icra edecektir. Bu sebeple, GYO Tebliği yönetim kurulu üyelerinin profesyonel yeterlilikleri üzerinde önemle durmuştur⁴¹³. Yönetim kurulunun portföy işletme faaliyetini yerine getirirken elbette ki bu faaliyetlerini murahhas üye ya da murahhas müdürlerle paylaşımları mümkündür⁴¹⁴. Esas sözleşme ile bu murahhas üye ya da müdürlerin seçimi yetkisinin yönetim kuruluna verilmesi mümkün iken, azil yetkisi münhasıran genel kurulda bulunmaktadır. Gerek yönetim kurulu üyelerini gerekse murahhas üye ve müdürleri azil yetkisinin münhasıran genel kurulda bulunması, GYO'da küçük yatırımcının yönetime katılma hakkının bir yansıması olarak değerlendirilebilir. Böyle bir imkân, gayrimenkul yatırım fonlarının katılım belgesi sahiplerine

⁴¹¹ Ortaklık temeline dayalı kolektif yatırımcının hisse senedinin “*alelâde alacak hakkından daha fazla hak*” tanıdığı yönünde bk. **ROUNDS/DEHIO**, s. 477

⁴¹² **BELEN**, s. 150, 151

⁴¹³ Bk. yukarıda 1.3.1.3.2 no'lu başlık altındaki açıklamalar

⁴¹⁴ Yönetimin murahhas üye ya da müdürlerle paylaşılabilmesinin esas sözleşmede hüküm bulunması şartına bağlı olduğu hatırdta tutulmalıdır. **ÇAMOĞLU (Poroy/Tekinalp)**, Ortaklıklar, N. 535, 536

tanınmamıştır. Yönetim kurulu üyelerinin, portföy işletmeciliği faaliyetini kısmen ya da tamamen murahhas üyelere ve/veya müdürlere devretmeleri mutlak bir devir değildir. Yönetim kurulu üyelerinin bunlar üzerindeki gözetim yükümlülükleri bulunmaktadır⁴¹⁵. Tam da bu sebepten ötürü, YK'nın görevlerinden portföy işletmeciliği faaliyetinin, portföy yöneticisine (murahhas üye ya da müdür) bütün olarak devredildiğinden bahsedemeyiz.

Portföy işletmeciliği faaliyetinin, GYO tarafından bizzat yapıldığı durumlarda, murahhas üyelik ve müdürlük kavramları üzerinde özellikle durulmasının sebebi, günümüzde özellikle finans piyasasında faaliyet gösteren ortaklıkların CEO'lar aracılığıyla yönetilmesidir. Bir ortaklığın CEO'sunun TTK anonim ortaklıklar sistemindeki yeri, duruma göre murahhas üye ya da müdürlüktür. Bu sebeple, GYO portföyünü bir CEO vasıtası ile bizzat işletmeyi tercih ediyor ise, YK'nın CEO üzerindeki gözetim hakkı ve yükümlülüğünün ve GK'nın azil yetkisinin hatırd tutulmasında fayda vardır. Uygulamadaki bu eğilimin bilincindeki Tebliğ koyucu, GYO Tebliği md. 19'da "*genel müdür olarak görev yapacak kişilerin*" yani pratikteki adıyla CEO'ların, uzman kimselerden seçilmesini garanti altına almak adına, tıpkı YK üyelerinde olduğu gibi bir takım asgari profesyonel özellikleri taşımaları gerektiğini hükme bağlamıştır.

Portföyün işletilmesi faaliyeti kapsamında, GYO'nun bir gayrimenkulün mülkiyetini edinmek kararı aldığını düşünelim. Bu kararın alınmasının hazırlık aşamalarından, söz konusu gayrimenkulün ortaklık portföyünde yerini aldığı ana kadar, GYO'nun bünyesinde istihdam olunan pek çok kişi bu işlemin gerçekleştirilmesine katkıda bulunacaktır. Bu kimselerden, kararın alınmasına katılan YK üyeleri ve varsa murahhas üye ve/veya müdürlerin portföyün işletilmesi faaliyetine katıldıkları aşikârdır. Söz konusu gayrimenkulün edinilmesinde etkili bir takım faaliyetlere katılan başkaca çalışanların da GYO'da portföy işletmeciliği faaliyetine katıldıkları söylenebilir mi? Ya da YK üyeleri ile murahhas üye ve/veya müdürler dışında kalanların, yalnızca onların ellerinin birer uzantısı gibi faaliyet

⁴¹⁵ YK üyelerinin murahhas üye ve müdürler üzerindeki gözetim yükümlülüklerinin, özen ve sadakat borçlarının bir sonucu olduğu yönünde bk. ÇAMOĞLU (Poroy/Tekinalp), Ortaklıklar, N. 564

gördükleri ve yalnızca onlardan gelen talimatları yerine getirdikleri mi düşünülmelidir? Kanımca, GYO tarafından istihdam edilen kimselerden, portföyün işletilmesi faaliyetinde, yalnızca talimatları yerine getirenler (bir nevi portföy işletmecilerin “elleri” olanlar) ile işletmecilikte karar verici pozisyonda olmakla birlikte GYO ile iş ilişkisi çerçevesinde çalışanların ayrılması gerekmektedir. Zira bu sonuncular, GYO’nun portföyünün bizzat işletilmesi esnasında, YK üyeleri ve murahhas üye ve müdürlerin nihai kararlarını almalarında etkili olmaktadır.

Nitekim GYO Tebliği md. 22/f.I’de portföylerini bizzat işletecek olan GYO’ların, uzman kişi eliyle yönetilmesini garanti altına almak adına, “*yeterli sayıda yönetici ve personeli istihdam etmek*” zorunluluğu hükme bağlanmaktadır. GYO Tebliği’nin istihdam edilecek uzman portföy işletmecileri arasında, yöneticiler ve yönetici olmayan personel olmak üzere bir ayrıma gittiği kabul edilmelidir⁴¹⁶.

Yukarıdaki örnekten devam edecek olursak, söz konusu gayrimenkulün mülkiyetinin edinilmesi kararının, YK’da alınmasından evvel, gayrimenkul portföyü geliştirme (projelendirme) departmanının yatırım yapılmak istenen alanda bir araştırmaya giriştiğini ve YK’ya iki gayrimenkulü önerdiğini düşünelim. Bu durumda, söz konusu departmanın müdürünün de esasen portföy işletmeciliği faaliyetine katılmakta olduğunu kabul etmek gerekir. Bu kişinin, YK üyelerinin talimatlarını yerine getiren alelade bir çalışan gibi değerlendirilmesi yerinde değildir. Bu gibi kimseler Portföy Yöneticiliği Tebliği’nde yönetici ve ihtisas personeli⁴¹⁷ olarak isimlendirilmiş ve onların uzmanlık konularındaki yetkinlik ve yeterliliklerine bir takım asgari kurallar getirilmek suretiyle yer verilmiştir. Yukarıda, GYO’nun

⁴¹⁶ Benzer şekilde, bankaların kurumsal yönetiminde “yönetici” kavramının “yönetim kurulu, denetim kurulu ve kredi komitesi başkan ve üyeleri ile genel müdür, genel müdür yardımcıları ve imzaları bankayı ilzam eden memurlar”da dahil olmak üzere geniş anlaşılması gerektiği hakkında bk. Hamdi YASAMAN, “*Finansal Hizmetler Kanunu Tasarısı Uyarınca Bankaların Yönetimi ve Kurumsal Yönetim*”, **Banka Hukuku İle İlgili Makaleler, Hukuki Mütalaalar, Bilirkişi Raporları**, İstanbul 2005, s. 17

⁴¹⁷ Yönetici ve ihtisas personeli kavramları Portföy İşletmeciliği Tebliğinde ayrıca tanımlanmış değildir. Ne var ki, Seri:V No:34 sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ’in 9. Maddesinin birinci fıkrasının f bendinde tanımlanmaktadır. Buna göre “*Aracı kurum yöneticileri; yönetim kurulu üyeleri, genel müdür, genel müdür yardımcıları ve aracı kurum bünyesinde bulunan birimlerin yönetiminden sorumlu olan kişileri, ihtisas personeli ise aracı kurum bünyesinde bulunan birimlerin yönetiminden sorumlu kişilere bağlı olarak çalışan müşteri temsilcisi, borsa üye temsilcisi, kurumsal finansman uzmanı, portföy yöneticisi, yatırım danışmanı ile yaptıkları iş itibarıyla benzer sorumluluğu taşıyan diğer kişileri ifade eder.*”

portföyünü bizzat işlettiği durumlarda, YK üyelerinin işletmecilik faaliyetinde yalnız olmadıkları ve bunlara murahhas üye ve müdürlerin eşlik ettiği belirtilmişti. Bu kimselere kanımca ayrıca, yönetici ve ihtisas personellerinin de eklenmesi gerekmektedir. GYO'nun istihdam edebileceği yönetici ve ihtisas personelinin başında, GYO Tebliği md. 22/f.II uyarınca para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan portföy kısmının işletilmesi için istihdam edilecek ve SPK'dan lisans belgesi almış olan portföy yöneticileri sayılabilir. Ancak yönetici ve ihtisas personelinin yalnızca para ve sermaye piyasalarında uzman olanlar olduğu düşünülmemeli, bunlara gayrimenkul geliştirilmesi alanında uzman olan kişiler de dâhil kabul edilmelidir.

Portföy işletmeciliği faaliyetinin bizzat GYO tarafından yapılmasında yukarıda incelenen ve GYO tarafından istihdam edilmeleri suretiyle YK'nın işletmecilik faaliyetine katkıda bulunan diğer kimselere ek olarak, ortaklığın dışından bir takım hizmetlerin alınması da mümkündür. GYO Tebliği md. 23/f.I/b(d)'de ortaklığın “*portföyü dışarıdan danışmanlık ve/veya portföy yönetim hizmeti alınması suretiyle*” işletebileceği hüküm altına alınmıştır. Bendin ifadesinde yer alan “*ve/veya*” bağlacı, ortaklığın dışarıdan portföy yönetim hizmeti almaksızın, yani portföy işletme faaliyetini bizzat kendisi yaparken, dışarıdan danışmanlık alınabileceğini göstermektedir. Danışmanlık hizmeti GYO Tebliği md. 4/f.I/b(e)'de tanımlanan danışman şirketten alınacaktır. Portföylerini yukarıda açıklanan şekilde bizzat yöneten ancak bazı faaliyetleri *out-source* etmeyi tercih eden GYO'ların “*proje geliştirme ve kontrol hizmetleri de dahil olmak üzere, ortaklık portföyünün geliştirilmesi ve alternatif imkânların araştırmasına yönelik hizmetleri sunabilen*” şirketlerden hizmet alabileceği açıktır. Belen, GYO Tebliği md. 22/f.I uyarınca, portföy işletmeciliği faaliyeti için bir danışman şirketten yardım alınması imkânının, GYO'nun tüm portföyünün, danışman ortaklık vasıtasıyla yönetilmesi noktasına vardırılmaması gerektiğini vurgulamaktadır⁴¹⁸. Yazar ancak bu yolla portföy yönetiminin bizzat GYO tarafından yapılması gerektiği temel ilkesi ile çelişilmemiş olunacağını vurgulamıştır. Yazarın görüşüne katılmamak mümkün değildir.

⁴¹⁸ BELEN, s. 150

GYO'nun bizzat portföyünü yönetirken danışmanlık alabileceği şirketlerden Tebliğ md. 4/f.I/b(e)'de tanımlanan ve yukarıda açıkladığımız danışman şirket ile yatırım danışmanının birbirine karıştırılmaması gerekmektedir. Yatırım danışmanından, GYO Tebliği md. 4/f.I/b(e)'de gösterildiği gibi “*proje geliştirme ve kontrol hizmetleri de dahil olmak üzere ortaklık portföyünün geliştirilmesi ve alternatif yatırım imkânlarının araştırılmasına yönelik*” gayrimenkul portföyünün işletilmesine yönelik bir hizmet değil, para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyün yönetilmesine ilişkin hizmet alınmaktadır⁴¹⁹. Tebliğ md. 22/f.II/c.1'de düzenlenen yatırım danışmanlığı hizmetinin yatırım danışmanlığı yetki belgesi almış bir kuruluştan alınması gerekmektedir. GYO'nun uzman kişiler eli ile yönetim ilkesi uyarınca, para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyünün, portföyün tamamına oranı %10'dan aşağı olsa dahi, bu kısmın konunun uzmanı kişilerin, yatırım danışmanlarının tavsiyeleri ışığında yönetilmesinde bir sakınca yoktur.

15 Tebliğ md. 22/f.II'de “portföy değerinin %10'unu aşması halinde ortaklık portföyünün para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan kısmının” istihdam edilecek yeterli sayıda lisanslı portföy yöneticileri tarafından (i), yatırım danışmanlığı hizmeti aracılığı ile GYO tarafından (ii) ya da dışarıdan portföy yönetim şirketi tarafından (iii) yönetilmesi zorunlu tutulmuştur. O halde denilebilir ki 20 uzman kişi eliyle yönetim ilkesi uyarınca Tebliğ, kural olarak yalnızca gayrimenkul sektöründe uzman olmaları yeterli olan GYO yöneticilerinin, belirli miktarın üstünde para ve sermaye piyasası alanında yatırım yapmaları halinde, bu alanların uzmanlarını istihdam etmesini ya da portföy yönetim sözleşmesi yapmasını zorunlu tutmuştur.

2.1.1.1.2 Kısmen Portföy Yönetimi Şirketi Aracılığıyla Yönetim

25 GYO Tebliği md. 22/f.II uyarınca GYO portföyünün para ve sermaye piyasası araçlarından olan kısmı, portföy değerinin %10'unu aşacak olursa, portföyün bu bölümünün, yatırım danışmanından danışmanlık hizmetinin alınması yolu ile

⁴¹⁹ Yatırım danışmanlığı kavramının, portföy yönetim şirketi kavramından farkının anlaşılması için, GYO'nun portföy yönetim şirketi ile olan ilişkisi hakkında bk. Aşağıda 2.1.1.1.2 başlığı altındaki açıklamalar.

yönetilmesinden öte, portföyün bu kısmının yönetiminin portföy yöneticisinin işletmesine (*Vermögensverwaltung / portfolio management*) bırakılması mümkündür. GYO portföyünün kısmen dışarıdan yönetilmesinde, bu hizmeti verebilecek olan şirketler Seri:V, No:59 sayılı Tebliğ uyarınca kurulmuş olan portföy yönetim şirketleri olabileceği gibi, aracı kurumlar ya da mevduat kabul etmeyen bankalar da olabilir (Portföy Yöneticiliği Tebliği md. 4/f.IV). GYO'nun portföy yönetim hizmetini, portföy yöneticiliği yetki belgesi almış bir kuruluştan alması mecburidir⁴²⁰.

10 Portföyün para ve sermaye piyasaları araçlarından oluşan kısmının işletmeciliğine ilişkin faaliyetlerin, bütünüyle mi yoksa kısmen mi portföy yönetim şirketine devredildiği, eğer kısmen devir söz konusu ise hangi faaliyetlerin GYO yönetiminde kaldığı hususları, GYO'nun portföy yönetim şirketi ile imzalayacağı portföy yönetim sözleşmesinde gösterilecektir⁴²¹. Portföy yönetim sözleşmesi, 15 Portföy Yöneticiliği Tebliği md. 16/f.I uyarınca, kurumsal yatırımcı GYO⁴²² ile portföy yönetim şirketi arasında yazılı olarak yapılmalıdır. Doktrinde yazılı şekil şartının bir tebliğ ile getirilmiş olmasının, kanunla güvence altına alınan şekil serbestisi karşısında geçerliliği olmadığı, Tebliğ'in bu maddesinin normlar hiyerarşisine aykırı olduğu hususları üzerinde durulmuştur⁴²³. Söz konusu hukuka 20 aykırılığın önüne geçilmesi amacıyla uygulamada, BK md. 16/f.I'de yer alan rızâi şekil ihdas edilmesini sağlamak amacıyla, tebliğ hükümlerinin portföy yönetim sözleşmesine eklenmesi yolu tercih edilmektedir⁴²⁴. Bu yöntemle, normlar hiyerarşisine aykırılığın önüne geçilmesi amaçlanmaktadır. Ne var ki, bu yöntem yazılı olarak yapılan portföy yönetim sözleşmeleri açısından hukuka aykırılığın 25 giderilmesini sağlamakta ise de, tarafların bu şekil şartına uymaksızın yaptıkları karşılıklı birbirine uygun ve fakat yazılı olmayan irade beyanları yoluyla

⁴²⁰ **TANÖR**, *Taraflar*, s. 234; Bu çalışmada, portföy yönetim şirketi kavramı, aracı kurumlar ve mevduat kabul etmeyen bankaları da kapsayacak şekilde kullanılmaktadır.

⁴²¹ SPK, portföy yönetim şirketi ile imzalanacak portföy yönetim çerçeve sözleşmelerinin asgari içeriğini belirleyen bir belge ile yatırımcının korunmasına ilişkin bir takım esasları içeren çerçeve sözleşmelere ilişkin genel esasları yayımlamıştır. Bk. çevrimiçi <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=352> son ziyaret tarihi: 17.11.2008

⁴²² Portföy yönetim şirketlerinin müşterileri bireysel ya da kurumsal yatırımcılar olabilmektedir. GYO bu yatırımcı tiplerinden, kurumsal yatırımcılar sınıfına girmektedir. **GEMİCİ**, s. 12

⁴²³ **KARAKAŞ**, s. 29, 30, **GEMİCİ**, s. 11

⁴²⁴ Rızâi şekil kavramı için bk. **KOCAYUSUFPAŞAOĞLU/HATEMİ/SEROZAN/ARPACI**, § 25 6, s. 273

sözleşmenin kurulmasının önüne geçememektedir. O nedenle portföy sahibinin, yani GYO'nun, korunmasına yönelik olan yazılı şekil şartının bir kanun hükmüyle düzenlenmesinde fayda vardır.

- 5 Portföy yönetim sözleşmesinde portföy yönetim şirketinin, GYO'ya karşı olan borcu sonuç borcu (*obligation de resultat*) niteliğinde değil, en iyi gayret borcu (*obligation de moyen*) niteliğindedir⁴²⁵. Portföy yönetim şirketinin borcunun en iyi gayret borcu olması esasen, borcun özen borcu olmasından kaynaklanmaktadır, zira özen borcu niteliği itibarıyla bir en iyi gayret borcudur. Portföy yönetim şirketinin
- 10 faaliyetini özen borcu çerçevesinde yerine getirmesi gerekmektedir, aksi takdirde portföy yönetim şirketinin GYO'ya karşı sorumluluğu doğabilecektir. Burada portföy yöneticisinin borcu objektif özen borcu olup, kıstas olarak sorumluluğa yol açabilecek davranışın tercihinde, dikkatli ve basiretli bir portföy yöneticisinin, aynı koşullar altında göstermesi gereken meslekî özen ve titizlik derecesi göz önünde
- 15 bulundurulacaktır⁴²⁶.

- Bir taraftan portföy yönetim sözleşmesi yöneticiye, bir borç olarak özenli davranma yükümlülüğünü yüklerken, GYO Tebliği de diğer taraftan yönetim hizmetini alan GYO'nun, yöneticinin davranışlarını gözetim altında bulundurma yükümlülüğünü düzenlemektedir. Nitekim GYO Tebliği md. 23/f.I/b(d)'de GYO'ya
- 20 “portföy dışarıdan danışmanlık ve/veya portföy yönetimi hizmeti alınması suretiyle yönetiliyorsa ilgili kuruluşların faaliyetlerinin mevzuat ve sözleşme hükümlerine uygunluğunu izlemek üzere gerekli organizasyonu oluşturmak” borcu yüklenmiştir. SPK iki tebliğ vasıtası ile, bir yandan GYO yöneticilerinin, portföy yönetim şirketini gözetim altında tutması yükümlülüğünü getirmişken, diğer yandan da portföy
- 25 yönetim şirketinin GYO yöneticileri üzerinde bir kontrolleri olmasını amaçlamaktadır. Yatırımcının korunması amacıyla, SPK'nın 18.02.2005 tarih ve

⁴²⁵ Portföy yönetim sözleşmesinin sonuç borcu yüklediği ve yükleyemeyeceği, portföy yöneticiliği Tebliğinin “portföy yöneticiliğine ilişkin ilkeler” kenar başlığını taşıyan 12. Maddesinin birinci fıkrasının h bendi hükmünden de anlaşılmaktadır. Bent portföy yönetim şirketinin GYO'ya “portföyün önceden saptanmış belirli bir getiriye sağlayacağına dair herhangi bir sözlü veya yazılı garanti vereme[yeceğini] ve ilan ve reklamlarında bu anlama gelebilecek ifadeleri kullanma[yaacağını]” hüküm altında almaktadır.

⁴²⁶ GEMİCİ, s. 35

6/190 sayılı kararı ile portföy yönetim şirketlerine de bir gözetim borcu yüklenip yüklenmediği düşünülebilir. Karara göre portföy yönetim şirketi, GYO'nun yönetici, ihtisas personeli ve denetçilerine ilişkin bilgileri düzenli olarak kontrol etmek ve bunları SPK'ya bildirmek yükümlülüğü altındadır. Kanımca portföy yönetim şirketlerine yüklenen bu borcun, tam olarak bir gözetim faaliyeti olduğundan bahsetmek güçtür, zira burada gözetimi SPK yapmakta, portföy yönetim şirketleri ise bu gözetimin yapılabilmesi için gerekli bilgi ve belgeleri SPK'ya sunma yükümlülüğü altına girmektedir. Yine de SPK'nın bu düzenlemelerdeki amacının, GYO yöneticileri ile portföy yönetim şirketinin karşılıklı olarak birbirini denetle(t)mesi olduğu söylenebilir.

2.1.1.2 Riskin Dağıtılması İlkesi

Gayrimenkul portföyü işletmeciliği faaliyeti diğer tüm ticarî faaliyetlerde olduğu gibi bir takım ticarî riskler taşımaktadır⁴²⁷. Bu risklerin varlığı, portföy işletmeciliği ile iştigal eden GYO'ya hisse senedi almak yolu ile yatırım yapan pay sahiplerine de, senedin bedelinin düşmesi yönünde tesir edebilir. İşte portföy işletmeciliği faaliyetinde bilfiil görev almayan bu pay sahiplerinin korunması açısından, tüm kurumsal yatırımcılarda olduğu gibi, GYO'larda da "riskin dağıtılması ilkesi" uyarınca portföy işletmeciliği yapmak kuralı yerleşmiştir⁴²⁸. Riskin dağıtılması ilkesi (*diversification*) uyarınca işletilen portföy içerdiği haklar bakımından çeşitlendirilmiş demektir. Başka bir ifade ile portföyde yer alan haklar ne oranda çeşitlendirilmiş ise, her bir çeşit hakkın karşı karşıya olduğu riskin, ortaklık portföyünü önemli derecede zarara uğratması ihtimali de o kadar azalmış demektir. O halde, portföyün çeşitlendirilmesi yani riskin dağıtılması esasen ortaklığın olası kayıplarının en aza indirilmesi ve istikrarlı gelir sağlanması anlamına

⁴²⁷ BELEN, s. 175, Murat Bahadır TEKER, *Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı*, 2000, Ankara, s. 66

⁴²⁸ YASAMAN, *Yatırım Fonları*, s. 51; Küçüksözenin çalışmasında, portföy yöneticiliği faaliyeti açısından yapılan değerlendirmede, riskin dağıtılması ilkesi yatırımcının korunması için SPK mevzuatının öngördüğü hükümler arasında sayılmaktadır. Bk. Cemal KÜÇÜKSÖZEN, *Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının bu Açından Değerlendirilmesi*, Ankara 1999, s. 148, KAÇIRA, s. 85

5 gelmektedir⁴²⁹. Portföy işletmecisi öncelikli olarak, GYO'yu azami oranda kârlı yapmak amacını gütmektedir, bu amaca ulaşmak için, işletmecinin zarar olasılıklarını en aza indirmek durumunda olduğu aşikârdır⁴³⁰. GYO'nun zararını en aza indirmek isteyen işletmeci, portföyü çeşitlendirecek, yani riskin dağıtılması ilkesini uygulayacaktır.

10 GYO portföyünün riskin dağıtılması ilkesi uyarınca işletilmesi dendiğinde akla öncelikle iki yönde riskin dağıtılması ya da portföyün çeşitlendirilmesi ihtimali gelebilir. Bu ihtimallerden ilki, portföyün, kısıtlı likidite riskine karşı korunması amacıyla, gayrimenkule dayalı hakların yanı sıra menkul kıymet, nakit ya da diğer sermaye piyasası araçları ile çeşitlendirilmesidir. İkinci ihtimal ise yine gayrimenkule dayalı haklara yatırım yapılmakla birlikte, benzer riskleri taşıyan gayrimenkule dayalı haklara yatırım yapılmamasıdır. Bu sonuncu çeşitlendirme ihtimali iki yönde yapılabilmektedir, farklı sektörlerdeki (ya da tipteki) gayrimenkule dayalı haklara yatırım yapmak veya aynı sektörde olmakla birlikte (ya da olmaksızın) farklı coğrafi bölgelerdeki gayrimenkullere dayalı haklara yatırım yapmak.

20 İlk ihtimali, yani portföyün kısıtlı likidite riskine karşı korunması amacıyla yapılan, gayrimenkule dayalı haklar dışında kalan, nakit, menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırımı değerlendirelim. Kısıtlı likidite, çoğunlukla gayrimenkule dayalı haklara yatırım yapılan bir portföyde en önemli risklerden biridir. Zira gayrimenkulün ihtiyaç anında elden çıkartılması zaman alıcı bir iş olduğundan, bu hususta yeterince planlı hareket edilmeyip, piyasa koşulları da dikkate alınmadığında, portföyün zararına bir işlem yapılması sonucunu doğurabilir⁴³¹. GYO'nun, uygun anda yüklü finansman gerektiren bir gayrimenkul yatırımına girme kararını piyasa koşulları değişmeden, hızlıca alabilmesi için olduğu kadar, ortaklığın kendini idame edebilmesi, istihdam ettiği personeline maaşlarını ve sigorta primlerini yatırabilmesi, vergi yükümlülüklerini yerine getirebilmesi vb. düzenli harcamalarını yapabilmesi için de likiditeye ihtiyaç duyulmaktadır.

30 Likiditeye ihtiyaç duyulduğu anda portföyde bulunan gayrimenkule dayalı haklardan

⁴²⁹ YASAMAN, Yatırım Fonları, s. 51

⁴³⁰ GEMİCİ, s. 4

⁴³¹ TEKER, s. 66

birini alelacele elden çıkartmak ve bu işlemde zarara uğramak riskine karşı, GYO likit enstrümanlar olan, nakit, menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilmektedir. Nitekim GYO Tebliği md. 25/f.I/b(a) uyarınca GYO “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 açtırabilir, sermaye piyasası araçlarını ödünç verebilirler” ve aynı maddenin k bendi uyarınca “swap ve forward işlemleri yapabilir, opsiyon yazabilir, mala dayalı olanlar hariç vadeli işlem sözleşmesi yapabilir”. GYO’nun yatırım faaliyetleri arasında sayılan bu işlemler gayrimenkule dayalı haklardan oluşan bir portföye yabancı olsa da riskin dağıtılması ilkesi göz önünde bulundurularak maddede yer almıştır. Nitekim GYO Tebliği md. 25/f.I/b(k)’da izin verilen işlemlerin “risklere karşı korunmak amacıyla” yapıldığı vurgulanmaktadır.

Portföyün çeşitlendirilmesi için bir diğer ihtimal de, gayrimenkule dayalı olan hakların, aynı sektör gruplarına ya da coğrafi alanlara bağlı kalınması yoluyla maruz kalınan risklerin portföyü bütünüyle etkilemesinin önlenmesidir. Öncelikle yatırım yapılan sektörün çeşitlendirilmesi meselesine değinelim. Belirtmek gerekir ki bu tip çeşitlendirme (Tebliğ md. 5/f.I/b(b) anlamında) belirli alanlarda yatırım yapmak amacıyla kurulan GYO’lar açısından sıklıkla imkân dâhilinde olmayacaktır. Örneğin yalnızca turizm alanında ya da yalnızca sağlık sektörü alanında yatırım yapmak amacıyla kurulan bir GYO’nun bu alanlardaki riskini dağıtmak amacıyla konut alanına yatırım yapması, bugünkü mevzuatımıza göre hala geçerli olan, *ultra vires* ilkesi karşısında mümkün gözükmemektedir. Ne var ki, turizm alanında yatırım yapmak için kurulan ve portföyünde çokça otel bulunan bir GYO’nun eğlence parkı alanında da yatırım yapması, bir yandan *ultra vires* ilkesi çerçevesinde hareket etmesini, diğer yandan da portföyünü sektörel açıdan çeşitlendirmesini sağlamaktadır. O halde belirli alana yatırım yapmak amacıyla kurulan GYO’ların portföylerinin çeşitlendirilmesinde ilk olarak tespit edilmesi gereken, çeşitlendirmenin *ultra vires* ilkesi ile çatışır nitelikte olup olmadığıdır, ancak bu ilke ile çatışmayan yönlerde bir çeşitlendirme söz konusu olabilecektir. Belirli bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla kurulan GYO’larda ise sektörel açıdan portföy çeşitlendirilmesi olası gözükmemektedir, bu GYO’nun konu ve amacında yer alan projenin içinde olduğu sektör dışında bir sektöre, hatta bu proje dışında herhangi

başka bir gayrimenkule yatırım yapılması, *ultra vires* ilkesi ile çatışacaktır. Portföy çeşitlendirmesini sektörel bazda yapmak açısından en uygun GYO tipi, genel amaçlı GYO'dur. Genel amaçlı GYO, portföyünde konut sektöründen, turizme, sağlık sektöründen sanayiye kadar pek çok alanda yatırım kalemi bulundurabilecektir. Bir

5 GYO'nun pek çok sektörde yatırımının bulunması riskin dağıtılması açısından oldukça yararlı olmakla beraber, her bir sektörün gerektirdiği azami bilgi ve uzmanlığın tek bir ortaklıkta toplanmasının pratik hayatta pek mümkün olmaması eleştirilmektedir⁴³². Yani bir yandan sektörel riskler azaltılırken, diğer yandan da profesyonel yöneticilikle ilgili riskler artırılmış olmaktadır. Bu nedenle portföyün

10 çeşitlendirilmesinde aşırıya kaçmadan optimum faydanın sağlandığı noktada, sektörel genişlemenin durdurulması gerekmektedir. Bu kararı verecek olanlar uzman kurumsal yöneticiler olacaktır.

Portföy çeşitlendirilmesinde son olarak coğrafi yönden çeşitlendirme meselesine değinelim. Örneğin, turizm alanında yatırım yapan bir GYO'nun portföyündeki otellerin çoğunlukla Antalya'da bulunduğunu düşünelim. Uzun vadeli portföy yönetimi ilkesi⁴³³ göz önünde bulundurularak işletilen bu portföyün küresel ısınma tehlikesi ve yaygınlaşan ekolojik yaşam tarzı trendi de göz önünde bulundurularak çeşitlendirilmesi düşünülebilir. Bu yönde, kuzey Ege kıyılarında

20 gelişmeye başlayan alternatif ve doğal yaşama uyumlu turizm alanlarına da yatırım yapması GYO'nun faaliyet alanının dışına çıkmaksızın bir takım tabii ve sosyolojik risklere karşı korunmasını sağlayabilecektir. Belirli bir proje alanında yatırım yapan GYO'lar açısından ise sektörel çeşitlendirmede olduğu gibi, coğrafi çeşitlendirmede de *ultra vires* ilkesine takılmak kuvvetle muhtemel gözükmektedir.

⁴³² BELEN, s. 176, Belen, ABD'de portföyün fazlaca çeşitlendirilmesindeki riskin fark edilmesi üzerine, riskin dağıtılması ilkesi algısının değiştiğini ve birden fazla sektöre yatırım yapan REIT'ler yerine, sektörel bazda yatırım yapan REIT'lerden farklı sektörlerde uzmanlaşmış olanlara yatırım yapılmaya başlandığını ifade etmektedir. Bu sonuncu eğilim de bir tür portföy çeşitlendirilmesi olsa da, kurumsal gayrimenkul yatırımcısının portföyünün çeşitlendirilmesi anlamına değil bireysel yatırımcının (örneğin elinde GYO hisse senedi bulduran kişinin) portföyünün çeşitlendirilmesi anlamına gelmektedir. Bu sebeple Belen'in bahsettiği eğilim değişikliğinde ikinci eğilim, birincisinin muadili olarak görülmemelidir.

⁴³³ Bk. aşağıda 2.1.1.3 no'lu başlık altındaki açıklamalar.

Coğrafi yönden çeşitlendirme ülke içinde olabileceği gibi uluslararası piyasalarda da olabilir⁴³⁴. Dünyada gayrimenkul alanında en büyük portföyleri yöneten ortaklıklar, ABD menşeli olmakla birlikte, bu ortaklıklar ABD dışında da pek çok ülkede yatırım yapmaktadır. Bu eğilim özellikle de 2007'nin ikinci yarısında ABD'de patlak veren eşik altı mortgage kredilerinden kaynaklanan kriz sebebiyle ABD'de gayrimenkul fiyatlarının hızla düşmesi deneyimi göz önünde bulundurulduğunda oldukça faydalıdır. Yukarıda bahsettiğimiz gayrimenkul alanında yatırım yapan Amerikalı büyük kurumsal yatırımcılar, yalnızca ABD'de yer alan gayrimenkullere dayalı haklara yatırım yapmış olsalardı, kısa bir sürede portföylerinin büyük bir bölümünün erimiş olduğunu göreceklerdi.

ABD'de yaşanan bu deneyim, menkul kıymetler piyasalarında olduğu gibi gayrimenkul piyasalarında da uluslararası alanlarda yatırım yapılmasının önemini bir kere daha vurgulamıştır⁴³⁵. Nitekim GYO Tebliği md. 25/f.I/b(i) "*mülkiyetini edinmek kaydıyla yurt dışında gayrimenkulleri alıp satabilirler, faaliyet konusu yalnızca gayrimenkul olmak kaydıyla yurt dışında kurulu şirketlere ve gayrimenkule dayalı olmak kaydıyla yabancı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilir*" hükmü ile, GYO'nun yurt dışında yatırım yapmasına izin vermektedir. Ne var ki, bu düzenlemede GYO'nun yurt dışı yatırımlarını kısıtlayıcı bir takım esaslar benimsenmiştir. Şöyle ki, GYO'nun Türkiye'de yatırım yapmasına izin verilen pek çok alanda, yurt dışında yatırım yapmasına izin verilmemektedir. GYO Türkiye'de sınırlı aynı haklara, (kira sözleşmesinden kaynaklanan alacak hakkı gibi) nispi haklara, gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapabilmekte iken, yurt dışında gayrimenkulle ilgili bu haklara ve projelere yatırım yapamamaktadır, zira yukarıda bahsi geçen bent bu yatırımlara izin vermemektedir. GYO'ların yurt dışında yapacakları yatırımı kısıtlayan bu hükmün *ratio legis*'in anlamak mümkün değildir.

⁴³⁴ YASAMAN, Yatırım Fonları, s. 54

⁴³⁵ Uluslararası alanlarda gayrimenkul yatırımı yapmak, özellikle uluslararası gayrimenkul piyasalarıyla entegre olmayan ülkelerde kurulmuş kurumsal yatırımcılar açısından tavsiye edilmektedir. Zira eğer söz konusu gayrimenkul piyasası zaten yatırım yapılacak diğer ülke gayrimenkul piyasası ile entegre ise, taşıdığı riskler de benzer olacak, sonuç itibarıyla risk dağıtılmış olmayacaktır. Bk. Patrick WILSON / Ralf ZURBRUEGG, "*International Diversification of Real Estate Assets – Is it Worth it? Evidence from the Literature*" **University of Technology Finance and Economics Research Newsletter**, Sidney 2003, s. 2; Türkiye'deki gayrimenkul piyasası gibi uluslararası piyasalarla entegre olmamış bir ülkede kurulu GYO'nun kendi ülke piyasası ile benzer riskler taşımayan AB ülkeleri ya da kuzey Amerika ve hatta Körfez ülkelerinde gayrimenkul yatırımları yapması riskin dağıtılması amacını sağlayacaktır.

GYO Tebliğinin Almanya'daki muadili olan ve REIT-Kanunu⁴³⁶ olarak bilinen kanunda, yurt dışında yapılabilecek yatırımların tek tek ve *numerus clausus* olarak sayılması yerine, yatırım yapılan ülkede gayrimenkule yatırım yapan kurumsal bir yatırımcının edinmesine kanunen izin verilen her türlü araca yatırım yapılabileceği hükme bağlanmıştır⁴³⁷. Alman kanunun yurt dışı yatırımları düzenlerken tercih ettiği yöntem bir yandan, kurumsal yatırımcıyı gereksiz yere kısıtlamaktan kaçınmakta, diğer yandan da yatırım yapılan yabancı ülke mevzuatı ile kendi düzenlemesi arasında meydana gelmesi muhtemel uyuşmazlıkların önüne geçmeyi amaçlamaktadır. Bu bağlamda, Türk GYO Tebliği'nin de yurt dışı yatırımlar açısından benzer bir yöntemi tercih etmesi yerinde olacaktır.

2.1.1.3 Uzun Vadeli Portföy Yönetimi İlkesi

GYO portföy yönetimi faaliyeti uzun vadeli portföy yönetimi ilkesi çerçevesinde gerçekleştirilmelidir. Bu ilke gayrimenkul sektöründe spekülasyon amaçlı işlem yapılmasını engellemek ve GYO'nun gayrimenkul portföyü yönetimi faaliyetinin, emlak alım satımına indirgenmesini engellemek amacı ile benimsenmiştir⁴³⁸. Gayrimenkul portföyünün uzun vadeli portföy yönetimi ilkesi, GYO Tebliği md. 30/f.I'de açıkça hükme bağlanmıştır. Maddenin, "*genel amaçlı gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerini ... uzun vadeli yönetmeleri esastır*" ifadesinde dayanağını bulan, uzun vadeli portföy yönetimi ilkesi, Tebliğin ifadesi gereği ilk bakışta yalnızca genel amaçlı GYO'lar için geçerliymiş gibi anlaşılmaktadır. Oysa Tebliğ koyucunun gayrimenkul sektörünü korumaya yönelik, kısa vadeli spekülasyon işlemleri önleme kaygısı, Tebliğ'de düzenlenen üç GYO tipi için de geçerlidir. Uzun vadeli portföy yönetimi ilkesi Alman REIT Kanunu'nda

⁴³⁶ 1 Ocak 2007'de yürürlüğe giren, "Gesetz zur Schaffung deutscher Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen", kısaca "REIT-Gesetz" ya da "REITG" olarak anılmaktadır.

⁴³⁷ Marcus HELIOS / Uwe WEWEL / Michael R WIESBROCK, **REIT-Gesetz Gesetz über deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen (Real Estate Investment Trusts) mit Nebenbestimmungen Kommentar**, München 2008, s. 79 Kanun hükmünün orijinali şu şekildedir; "*REIT-Aktiengesellschaften sind Aktiengesellschaften, deren Unternehmensgegenstand sich darauf beschränkt, [...] ausländischem unbeweglichen Vermögen, soweit dies im Belegenheitsstaat im Eigentum einer REIT-Körperschaft, -Personenvereinigung oder einer einem REIT vergleichbaren Körperschaft, Personenvereinigung oder Vermögensmasse sthene darf [...]*".

⁴³⁸ SUSAR, s. 158; BELEN, s. 183, Yazar da portföy yönetimi faaliyetinin, varlıkların iktisap edilmelerinden itibaren bir yıl geçmeden malvarlığından çıkartılmasından çok öte bir faaliyet olduğunu vurgulamaktadır.

açıkça yer almamakta ise de spekülâtif amaçlı kısa vadeli gayrimenkul alım satımını önlemek adına md. 14, gayrimenkul ticareti yasağını getirmiştir⁴³⁹. Maddenin ilk fıkrasında yer alan kural, GYO'nun malvarlığında yer alan gayrimenkullerin ticaretini yasaklamakla birlikte, ikinci fıkrada GYO'lara hareket kabiliyeti sağlayabilmek amacıyla, sınırlı da olsa gayrimenkul alım satımı yapılmasına izin verilmektedir⁴⁴⁰. GYO Tebliği'nin 30. maddesinde yer alan ifade, REIT Kanunu md. 14 ile aynı *ratio legis*'i taşımakla beraber, ne gayrimenkul ticaretini Alman Kanunu'nda yer aldığı gibi açıkça yasaklayabilmiş, ne de istinsâen buna izin verilen halleri göstermiştir. Bizim kanunumuzda açıkça bir yasaklama olmaması sebebiyle, gayrimenkulün kısa vadeli alım satımının, kural olarak Türk GYO'ları açısından yasak olmadığını söylemek mümkündür. Ne var ki, bu gayrimenkul alım satım işlemlerinin GYO'nun gayrimenkule ilişkin portföyünün büyük kısmına tekabül ettiği durumlarda, Tebliğ md. 30/f.I'de yer alan uzun vadeli portföy yönetimi ilkesine aykırılık olduğu kabul edilebilecektir.

GYO Tebliği md. 30/f.III, Seri:VI, No:17 sayılı Tebliğ ile yürürlükten kaldırılmadan evvel, Türk GYO'ları açısından da Almanya'daki muadilleri için olduğu gibi daha açık bir düzenleme getirmekte idi. Söz konusu fıkra hükmü şu şekilde idi; “*Ortaklıkların portföylerini uzun vadeli yönetmeleri esastır. Yatırım yapılmasından itibaren bir yıl geçmeden portföylerinden satışı yapılan varlıkların toplam değeri, varlığın satışına ilişkin yönetim kurulu kararının alındığı tarihte, ortaklığın son bir yıl içerisinde yatırım yaptığı varlıkların portföy değerinin % 25'ini aşamaz. Yukarıdaki hesaplama sermaye piyasası araçları dahil edilmez; ancak satış vaadi sözleşmeleri de satışlar gibi dikkate alınır.*” Bu hüküm, ülkemizde piyasada meydana gelebilen ani değişiklikler göz önünde bulundurularak yerinde görülmemiş ve doktrinde yazarlarca eleştirilmiştir⁴⁴¹. Ne var ki, hükmün tümünden Tebliğ'den kaldırılması yerinde olmamıştır. Bu şekli ile uzun vadeli portföy yönetimi

⁴³⁹ Söz konusu maddenin başlığı da gayrimenkul ticareti yasağı (orijinal metinde) “Ausschluss des Immobilienhandels” olarak düzenlenmiştir.

⁴⁴⁰ **WIESBROCK** (Helios/Wewel), s. 245; Johannes **CONRADI**, “Unternehmenstätigkeit der REIT-AG”, **Handbuch REIT Aktiengesellschaft**, Köln 2008, s. 226-227, Yazar, GYO'lara tanınan istisnânın, gayrimenkul piyasasında meydana gelen değişikliklere uygun olarak hareket edebilme ve gayrimenkul portföylerini efektif ve profesyonel olarak yönetebilmeleri açısından gayrimenkul ticareti yasağına istisna tanıdığını ifade etmektedir.

⁴⁴¹ **BELEN**, s. 184, **KAÇIRA**, s. 88

ilkesinin Tebliğimiz açısından ne anlama geldiği fazlasıyla yoruma müsait bir duruma gelmiştir. İlkenin açıkça belirtilmesine karşın, içeriği hakkında Tebliğ’de hiçbir ipucuna rastlanmaması, hukuk güvenliğini tehdit edebilecek nitelikte farklı yorumlamalara sebebiyet verebilecek niteliktedir. Söz konusu ilkenin uygulanabilirliği açısından, hangi sürelerde alım ve satım işleminin yapılmasının kısa vadeli işlem olarak değerlendirileceği (niteliksel kriter) ve bu tür uzun vadeli olmayan alım satım işlemlerine, gayrimenkul portföyünün hangi oranında izin verileceğinin (niceliksel kriter) Tebliğ ile açıklığa kavuşturulması yerinde olacaktır. Bugünkü haliyle GYO’nun işlemlerinden hangilerinin uzun vadeli portföy yönetimi ilkesi ile çeliştiği uygulayıcıların ve doktrinin yorumları yoluyla belirlenecektir.

Seri:VI, No:17 sayılı Tebliğ ile yürürlükten kaldırılan Tebliğ md. 30/f.III’te yer alan ifadelerden tebliğ koyucunun, uzun vadeli portföy yönetimi ilkesinin Tebliğ’de kalmasını istediği anlaşılmaktadır. Bu doğrultuda, söz konusu ifade üçüncü fıkradan kaldırılmakla birlikte birinci fıkraya eklenmiş bulunmaktadır. Ne var ki, bu değişiklik ile birlikte hükümde bir anlam kayması da meydana gelmiştir. Şöyle ki, uzun vadeli portföy yönetimine ilişkin eski fıkra hükmü açıkça ve hiçbir ayırım yapmaksızın tüm “*ortaklıkların uzun vadeli yönetilmeleri*” esasını hükme bağlamakta iken, değiştirilen fıkra hükmünde “*genel amaçlı gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ... uzun vadeli yönetilmeleri*” esası kabul edilmiş görülmektedir. Tebliğ koyucunun ilkeyi bu şekilde kısıtlamasındaki *ratio legis*’i anlamak mümkün değildir. Gayrimenkul ticareti yapmamak konusunda, GYO tipleri arasında bir ayırım yapılamayacağı ve değiştirilen fıkra hükmü de göz önünde bulundurularak, açıklayıcı yorum yoluyla, (belirli bir alanda yatırım yapmak ve belirli bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla süreli olarak kurulan GYO’lar da dahil olmak üzere) tüm GYO tiplerinin uzun vadeli portföy yönetimi ilkesi ile bağlı buldukları kabul edilmelidir.

GYO Tebliği’nin uzun vadeli portföy yönetimi ilkesi hakkındaki düzenlemesine ilişkin son bir eleştiri de GYO’nun söz konusu ilkeye aykırı faaliyetlerinin hangi yaptırım ile karşılanacağını belirtmemiş olmasıdır. GYO’nun söz konusu ilkeye aykırı hareket ettiğinin SPK’ca tespit edilmesi durumunda ortaklık

SerPK md. 46/f.I/b(g)'de yer alan ağır yaptırımlar⁴⁴² ile karşı karşıya kalma riski altında bulunmaktadır. Üstelik, yukarıda da belirtildiği gibi, ilke yalnızca ismen belirtilmiş ancak içeriğine ilişkin bir açıklama yapılmamış olduğu için, SPK tarafından, GYO'nun öngöremeyeceği bir yorum yapılması muhtemeldir. Bu durum ise hukuk güvenliğini tehdit edebilecek nitelikte olduğundan, ilkenin yaptırımının daha net bir şekilde belirlendiği bir düzenlemeye gidilmesi yerinde olacaktır. Alman REIT Kanunu'nda ise, yasaklanmış gayrimenkul ticareti yapan GYO'nun, bu işlemlerinden elde ettiği gelirin, diğer portföy gelirleri karşısında vergi avantajlarından yararlanamayacağı hükme bağlanmıştır⁴⁴³. Ülkemizde de benzer şekilde, GYO'nun faaliyetinin durdurulması ve GYO sıfatının kullanılmasının engellenmesi aşamalarına varmayan, gayrimenkul üzerinde kısa vadeli işlemlere yönelik, özellikle yaptırımların kanun yolu ile belirlenmesi yerinde olacaktır.

2.1.2 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Tebliğinden Kaynaklanan İlkeler

2.1.2.1 Yöneticinin Bağımsızlığı İlkesi

Uzman kişi eliyle yönetim ilkesinin bir uzantısı olarak, portföy işletmeciliğinde yöneticilerin bağımsızlığı ilkesi, Tebliğ'de yer almaktadır. Genel anlamda bağımsızlık ilkesi ortaklık portföyünün işletmesi ile ilgilenen kişilerin hissedar ve ortaklık çıkarlarına aykırı düşecek şekilde, kendileri ya da üçüncü kişiler yararına hareket etmemelerini sağlamayı amaçlamaktadır⁴⁴⁴. Özü itibarıyla bağımsızlık ilkesi YK üyelerinin ortaklığa karşı özen ve sadakat borçlarının bir görünümünü teşkil etmekte ve kurumsal yönetim ilkeleri ile bağlantılı olarak değerlendirilmektedir⁴⁴⁵. O kadar ki, yöneticinin bağımsızlığı hususu kurumsal yönetimin esaslı unsurları

⁴⁴² Bk. Aşağıda 2.4.2.1.1 no'lu başlık altındaki açıklamalar.

⁴⁴³ CONRADI, *Unternehmenstätigkeit*, s. 229

⁴⁴⁴ BELEN, s. 194

⁴⁴⁵ YK üyelerinin özen ve sadakat borçları hakkında ayrıntılı açıklama için bkz. ÇAMOĞLU (Poroy/Tekinalp), *Ortaklıklar*, N. 579 vd., Amerikan kurumsal yatırım ortaklıkları açısından meseleyi inceleyen Rehman, yöneticinin üstlendiği asıl sorumluluğun, ortaklığın değerini ve buna bağlı olarak ortağın sahip olduğu payın değerini azami düzeye çıkartmak olduğunu vurgulamaktadır. Scheherazade S. REHMAN, "Can Financial Institutional Investors Legally Safeguard American Stockholders" *NYU Journal of Law and Business*, vol. 2, 2006, s. 687, 692

arasında görülmektedir⁴⁴⁶. Yöneticinin bağımsızlığı ilkesi, ortaklığın ve ortaklık pay sahiplerinin, çıkar ve haklarını korumaya yönelik sadakat borcunun sağlanmasına yönelik bir ilkedir⁴⁴⁷. Bu yolla, pay sahiplerinin tasarrufları ile oluşturulan portföyün, ortaklığın ve dolayısıyla pay sahiplerinin çıkarları doğrultusunda yönetilmesi amaçlanmaktadır. Ne var ki, söz konusu sadakat borcu, Adam Smith'in de isabetle tespit etmiş olduğu gibi her zaman yerine getirilememektedir⁴⁴⁸. İşte yerine getirilmesi her zaman kolay olmayan bu borcun ifasını sağlamak amacıyla, birçok kurumsal yönetim ilkesinin yanında, yöneticilerin bağımsızlığı ilkesi de ileri sürülmüştür⁴⁴⁹.

10 Yöneticinin “bağımsızlığından” bahsedilirken çalışmada kavramın hangi anlamda kullanıldığının açıklanmasında fayda vardır, zira kavram çeşitli anlamlarda kullanılabilir⁴⁵⁰. GYO Tebliği'nde tartışmaya yer vermemek adına bağımsızlık kavramı açıkça tanımlanmış olsa da, yöneticinin bağımsızlığının sağlanması adına bu tanımdan başkaca önlemlere de yer verilmiştir.

15 Bağımsızlık ilkesi Tebliğ md. 18'de öncelikle ve özellikle, yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazına sahip olan azınlıktan ya da en az %10 oy ya da pay sahibi olan ortaklardan ve ortaklık yakın hukuki ilişki içinde bulunan bir takım

⁴⁴⁶ YASAMAN, Kurumsal Yönetim, s. 27, Independent Directors, Harvard Law Review s. 1553

⁴⁴⁷ Kara Avrupa'sı hukukunda “sadakat borcu” olarak tanımladığımız kavram Anlgo-Amerikan hukukunda “*fiduciary duties*” olarak isimlendirilmekte ve söz konusu yükümlülüğün ihlali, alelaide borca aykırılıktan çok daha ağır yaptırımlarla karşılaşmaktadır. Yöneticinin “*fiduciary duties*”e aykırı hareketi cezalandırıcı tazminata (“*punitive ya da exemplary damages*”) hükmedilmesine ve borca aykırılıkta olduğundan daha fazla kalem zararın tazmin edilmesine olanak tanımaktadır. Bu hususta bk. Colin BAMFORD, “*Conflict of Interest in the Financial Markets*”, **Developments in European Company Law**, Vol.1, 1996, s. 57 Ne var ki kara Avrupa'sı sistemine dahil ülkemiz hukukunda, yöneticinin sadakat borcuna aykırılığı, herhangi başka bir borca aykırılıktan daha fazla zararın tazmin edilmesine ya da cezalandırıcı tazminata hükmedilmesine sebebiyet verecek bir borç olarak görülmemektedir.

⁴⁴⁸ Adam SMITH, **An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations**, Edwin Cannen edition, 1994, s. 800; “*The directors of [joint stock] companies, ... being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a privat copartnery frequently watch over their own.*”

⁴⁴⁹ Yöneticinin bağımsızlığı ilkesi dışındaki ilkeler ve karşılaştırmalı hukuktaki görünümüleri açısından bk. REHMAN, s. 691 vd.

⁴⁵⁰ Yöneticinin bağımsızlığının; tarafsız yabancı (*disinterested outsider*), objektif gözlemci (*objective monitor*) ve bağımsız uzman (*unaffiliated professional*) olmak üzere üç farklı anlamda kullanıldığı hakkında ve bu anlamların ayrıntılı açıklamaları için bk. Independent Director, Harvard Law Review, s. 1555

ortaklıklardan bağımsız olmak anlamında düzenlenmiştir. Bu kimselerin, YK üyeleri üzerinde etkili olmak suretiyle, ortaklık yararına olmayıp, söz konusu kimselerin özel yararlarına olan kararların alınmasını sağlamaları ihtimaline karşı, bir tedbir niteliğinde YK üyelerinin bağımsızlığı düzenlenmiştir. Esasen, ayrıca bir bağımsızlık şartı öngörülmemiş olsa idi dahi, diğer ortakların aleyhine olacak şekilde, bazı ortaklar yararına alınacak bu tür kararlar, yöneticilerin ortaklara eşit davranma yükümlerine aykırılık teşkil edecektir⁴⁵¹. GYO Tebliği'nde yer alan, YK üyelerinin bağımsızlığı düzenlemesi ile, üyelerin karar verme aşamasında, bir çıkar çatışması halinde kalmaması, yalnızca ortaklık ve ortakların çıkarı doğrultusunda hareket etmesi amaçlanmıştır. YK üyesi nezdinde bir çıkar çatışması ihtimalini asgariye indirmek adına Tebliğ, YK üyelerinin 1/3'ünün "bağımsız" olmaları gerektiğini md. 18'de emredici hükme bağlamıştır.

Bağımsızlık GYO Tebliği md. 4/f.I/b(g)'de SPK tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkelerine gönderme yapmak suretiyle tanımlanmıştır⁴⁵². SPK tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri md. 3.3.5.'te bağımsızlık "*a- Şirket veya şirketin iştiraki, bağlı kuruluşu ve grup içi şirketlerden biri ile kendisi, eşi ve üçüncü dereceye kadar kan ve sıhrî hısımları arasında son iki yıl içinde istihdam, sermaye veya ticaret anlamında doğrudan veya dolaylı bir menfaat ilişkisinin kurulmamış olması, b- Yönetim kuruluna belirli bir pay grubunu temsilen seçilmemiş olması, c- Başta şirketin denetimini ve danışmanlığını yapan şirketler olmak üzere, yapılan anlaşmalar çerçevesinde şirketin faaliyet ve organizasyonunun tamamını veya belli bir bölümünü yürüten şirketlerde çalışmıyor olması ve son iki yıl içerisinde yönetici olarak görev almamış olması, d- Son iki yıl içerisinde, şirketin bağımsız denetimini yapan kuruluşlarda istihdam edilmemiş veya bağımsız denetim sürecinde yer almamış olması, e- Şirkete önemli ölçüde hizmet ve ürün sağlayan firmaların herhangi birisinde çalışmamış ve son iki yıl içerisinde yönetici olarak görev almamış*

⁴⁵¹ Anonim ortaklıklarda, yöneticilerin ortaklara eşit davranma yükümleri hususunda bk. Heinrich Heinrich **STOCKMANN**, "Zum Problem der Gleichbehandlung der Aktionäre", **Lebendiges Aktienrecht**, Zürich 1971, s. 387 vd.

⁴⁵² GYO Tebliğinde 2008 yılında yapılan değişiklikten evvel GYO yöneticisinin bağımsızlığı, doğrudan GYO Tebliğinde düzenlenmekte idi. Bu düzenleme uyarınca bağımsızlık, "*taflar arasında son 2 yıl içerisinde istihdam, sermaye veya ticari anlamda doğrudan veya dolaylı bir ilişki kurulmamış olması ve eş dahil üçüncü dereceye kadar kan veya sıhrî hısımlık bulunmaması*" olarak tanımlanmıştır.

olması, f- Eşi veya üçüncü dereceye kadar olan kan ve sıhrî hısımları arasında hiçbirisinin şirkette yönetici, toplam sermayenin %5'inden fazlasını elinde bulunduran veya her halükarda yönetim kontrolünü elinde bulunduran pay sahibi veya herhangi bir yönetici pozisyonunda veya şirketin kontrolünde etkili olmaması,

5 g- Şirketten yönetim kurulu üyeliği ücreti ve huzur hakkı dışında başka herhangi bir gelir elde etmiyor olması; yönetim kurulu görevi dolayısıyla hissedar ise %1 seviyesinin altında hisseye sahip olması, bu payların imtiyazlı olmaması” olarak tanımlanmaktadır. Bu tanım, bağımsız yöneticinin, tarafsız yabancı (desinterested outsider) niteliğine ağırlık vermektedir. Bu anlamı ile bağımsızlık ilkesinin amacı,

10 yöneticinin, ortaklık ve ortaklığın yönetiminde söz sahibi olanlar ile iktisadi bağlarının ortadan kaldırılmasıdır⁴⁵³. Her ne kadar, yöneticinin, 18. maddede gösterilen kişiler ile iktisadi bir bağının bulunması, bir başka ifade ile bir çıkar çatışması halinde bulunması, onun mutlaka ortaklık yararına olmayacak şekilde karar alacağı anlamına gelmemekte⁴⁵⁴ ise de, Tebliğ koyucu emredici bir hükümle

15 bağımsızlığı şart koyarak, küçük yatırımcının çekinmeden GYO'ya yatırım yapmasını sağlamayı amaçlamaktadır.

Tebliğ md. 18 uyarınca, bağımsız yöneticinin, “ortaklıkta %10 veya üzerinde pay sahibi veya bu oranda oy hakkı olan diğer ortaklardan, ortaklıkta yönetim

20 kuruluna aday gösterme imtiyazını içeren pay sahibi ortaklardan, bu kişilerin %10'dan fazla paya veya bu oranda oy hakkına sahip olduğu şirketlerden, danışmanlık hizmeti alınan şirketten, işletmecilerden ve ortaklığın iştiraklerinden” bağımsız olması gerekmektedir. Maddenin *ratio legis*'i, yöneticiyi ana olarak iki noktada bağımsız kılmak istemektedir; bunlardan birincisi, ortaklıkta

25 yönetimde söz sahibi ortaklar karşısında bağımsızlık, ikincisi ise ortaklığın sürekli olarak faaliyet gösterdiği diğer tüzel kişilerden bağımsızlıktır. Yöneticinin kendisinden bağımsız olması gereken bu birinci grup, esas itibarıyla, yöneticinin ona bu pozisyonu sağlayan ortaklardır. Böylece bu ortakların özel çıkarları ile ortaklık çıkarları arasında düşebilecekleri çıkar çatışmasının, YK'ya yansımaması

30 amaçlanmıştır. Yöneticinin kendisinden bağımsız olması gereken ikinci grup, ise

⁴⁵³ Independent Director, Harvard Law Review, s. 1555

⁴⁵⁴ Gerd KRIEGER / Uwe H SCHNEIDER., **Handbuch Managerhaftung, Risikobereiche und Haftungsfolgen für Vorstand**, Geschäftsführer, Aufsichtsrat, Köln 2007, s. 46

ortaklığın uzun süre ilişki içinde olduğu ortaklıklardır. Bağımsızlık hükmü ile YK üyelerinin, GYO ile ilişki içindeki bu şirketler ile zaman içinde oluşan kişisel ilişkisinden kaynaklanan çıkarlar ile GYO'nun çıkarları arasında düşebilecekleri çıkar çatışmasını önlemeyi hedeflemektedir. Bağımsız olunması gereken birinci grupta ortaklıkta %10'dan fazla pay ya da oy hakkı sahibi olanlar ve YK'ya aday gösterme imtiyazına sahip olanlar ile bu kişilerin %10'dan fazla pay ya da oya sahip oldukları şirketler yer almaktadır⁴⁵⁵. Tebliğ bu yolla yöneticilerin ortaklar arasında ayırım yapmaksızın tüm ortakların ve dolayısıyla ortaklığın menfaatlerini üstün tutmasını amaçlamaktadır. Bağımsız olunması gereken ikinci grupta ise ortaklığın danışmanlık hizmeti aldığı şirketler, işletmeci şirket ve ortaklığın iştirakleri yer almaktadır⁴⁵⁶. Tebliğ yöneticinin bu şirketlerden bağımsız olmasını şart koşmakla, GYO'nun sermayesinin, bu şirketler lehine azalmasını engellemek amacını gütmüştür.

15 Tebliğ'in, çeşitli menfaat grupları ile GYO'nun kendi menfaati arasında ve YK üyesi nezdinde meydana gelebilecek çıkar çatışmalarını önlemek adına pek çok ihtimali öngörmüş olması, oldukça yerinde bir düzenlemedir. Ne var ki, söz konusu bağımsızlık anlayışı bazı yazarlarca eleştirilmiştir. Bu eleştirilerden biri ortaklıktan ve ortaklıkta kontrol sahibi olanlardan bağımsız olmanın pahasahiplerinin haklarını korumak için yeterli olmadığını ve Tebliğ anlamında bağımsız olan bir kişinin de pekâlâ yetersiz olması sebebiyle pahasahiplerinin ve ortaklığın çıkarlarına aykırı kararlar verebileceğini vurgulamaktadır⁴⁵⁷. Bu doğrultuda bağımsızlık kavramının iktisadi bağımsızlıktan (*desinterested outsider*'likten) öteye geçmesi ve "bağımsız uzman" (*unaffiliated professional*) anlamında algılanması gerektiği savunulmaktadır⁴⁵⁸. Nitekim GYO Tebliği'nde de ortaklık yöneticilerinin ve genel müdürün sahip olması gereken uzmanlıkların minimumu belirtilmek suretiyle bu amaca yönelik hükümler de getirilmiştir. Uzman eliyle portföy yönetimi ilkesi

⁴⁵⁵ Bk. Tebliğ md. 18/f.1/b(a), (b), (e)

⁴⁵⁶ Bk. Tebliğ md. 18/f.1/b(c), (d), (f)

⁴⁵⁷ "Beyond "Independent" Directors: A Functional Approach to Board Independence", Note, **Harvard Law Review**, Vol. 119, 2006, s. 1557

⁴⁵⁸ Independent Director, **Harvard Law Review**, s. 1559

yukarıda ayrıntısıyla incelendiğinden bu husustaki ayrıntılara burada tekrar değinilmeyecektir⁴⁵⁹.

5 Tebliğ md. 18/f.I'de isabetle yer aldığı üzere iktisadi bağımsızlık YK üyelerinin tümünde değil, yalnızca bunların 1/3'ünde aranmaktadır. Bağımsızlık ilkesi, yukarıda da açıklandığı gibi, ortaklık sermayesinin ve ortakların çıkarlarının korunması amacıyla düzenlenmiştir. Bu amaç göz önünde bulunarak, aslında bağımsız karar vermesi gerekenin, her bir yönetici değil, yönetim kurulu olduğu anlaşılmalıdır. Nitekim bir yöneticinin tek başına, ne ortaklık sermayesi üzerinde, 10 ne de ortakların çıkarları üzerinde bir yetkisi vardır, yetkili olan kuruldur.

İlk bakışta, 1/3'lük asgari bağımsızlık oranının, YK kararının bağımsız olarak verilmesi için yeterli olmadığı düşünülebilir, zira esas sözleşmede aksine hüküm bulunmadığı durumlarda, YK kararları oy çokluğu ile verilmektedir. Bu durumda 15 bağımsız niteliği haiz olmayan YK üyeleri YK kararlarını belirleyebilecek gibi gözükmektedirler. Ne var ki, Tebliğ md. 21'de yer alan özellik arz eden kararlar incelendiğinde bağımsız olmayan adayların kolaylıkla tek yönlü kararlar alınmasını sağlayamayacakları görülmektedir. GYO Tebliği md. 21, YK üyelerinin kendisinden bağımsız olması gereken kişiler ile, GYO arasında yapılacak bir takım işlemlerde, 20 YK'nın oybirliği ile karar vermesini zorunlu tutmaktadır. 21. maddenin B bendinde sayılan söz konusu kararlar, ortaklık faaliyetlerinden sermayeyi etkileyebilecek ve esaslı sayılabilecek kararların neredeyse tamamını kapsamaktadır. Tebliğ'in aradığı oybirliği şartı, bağımsız nitelik taşıyan üye ya da üyelere söz konusu kararlarda veto hakkı tanımak suretiyle YK kararlarının bağımsız olmasını sağlamaktadır.

25 O halde, bağımsızlık niteliğini haiz olmayan üyelerin, GYO için sermayeyi etkileyecek ve önemli konularda, YK kararlarını etkileyebilecek sayıda olmamalarının, GYO Tebliği md. 21 ile sağlanmış gerekli ve yeterli kabul edilmelidir. Bu orandan daha fazla YK üyesinin de bağımsız olmasının emredici bir hükümle zorunlu tutulması, kısıtlayıcı bir düzenleme olurdu. Yine de bağımsız YK

⁴⁵⁹ Bk. 2.1.1.1 no'lu başlık altındaki açıklamalar

üyesi oranının esas sözleşme ile artırılması mümkündür. Örneğin GYO esas sözleşmesi ile bağımsız YK üyelerinin 2/3 oranında olması ya da tüm üyelerin bağımsız olması şart koşulabilir. Böyle bir artırım olmadığı hallerde dahi, GYO Tebliği md. 18/f.I uyarınca bağımsız üyelerin oranı ve hangi kimselerden bağımsız olmaları gerektiğine ilişkin madde hükmünün, esas sözleşmede yer alması zorunludur.

2.1.2.2 Portföy Çeşitlendirilmesinde Tebliğ Sınırlamaları

Riskin dağıtılması ilkesi başlığı altında, yukarıda portföyün çeşitlendirilmesi gereği ayrıntısı ile açıklanmıştır⁴⁶⁰. Tebliğ md. 27 ile gayrimenkul portföyünün çeşitlendirilme gereğinin yerine getirilmesini sağlamak için, bu doğrultuda bazı asgari şartlar getirmektedir⁴⁶¹. Bu şartların ayrıntısı ile incelenmesine geçmeden evvel, asgari çeşitlendirmenin hangi alanlarda zorunlu tutulduğuna bakmakta fayda vardır. GYO portföyünün esasen bir gayrimenkul portföyü olması münasebetiyle Tebliğ, öncelikle gayrimenkule dayalı hakların likit varlıklar ile çeşitlendirilmesi üzerinde durmaktadır⁴⁶². Tebliğ, ikinci aşamada portföy içinde yer alan likit varlıkların da bazı koşullar altında, kendi içinde çeşitlendirilmesi şartını getirmektedir. Son olarak, Tebliğ yabancı haklara yapılacak yatırımlar ile çeşitlendirilmek istenen portföylere de asgari bir sınır getirmektedir. Tebliğ'de yer alan portföy çeşitlendirmesi sınırlamalarına kuşbakışı yapılan bu üç aşamalı tespit, bir hususu net bir şekilde gözler önüne sermektedir; Tebliğ, portföy çeşitlendirmesinde gayrimenkule dayalı hakların kendi içinde çeşitlendirilmesine bir sınırlama getirmemektedir. Böyle bir asgari zorunluluk getirilmemesi GYO yöneticilerine önemli oranda hareket serbestisi tanımakla birlikte, portföy işletmeciliği faaliyetlerinin riskin dağıtılması ilkesini göz önünde bulundurularak gerçekleştirilmesi gerektiği gerçeğini değiştirmeyecektir (bk. Tebliğ md. 30/f.I).

⁴⁶⁰ Bk. 2.1.1.2 no'lu başlık altındaki açıklamalar.

⁴⁶¹ Seri:VI, No:17 Sayılı Tebliğ ile Tebliğ md. 30/f.I ve III değiştirilmeden evvel, portföy çeşitlendirilmesinde Tebliğin öngördüğü asgari şartlar arasında, en az üç farklı gayrimenkul ya da gayrimenkul projesine yatırım yapma ve bu üç kalem yatırımdan her birinin de en az portföy değerinin 10'u oranında bir değerde olması aranmakta idi. Bu asgari şartlar 2004 tarihinde yapılan değişiklikten sonra terk edilmiştir. Eski düzenleme hakkında ayrıntılı açıklama için bk. **BELEN**, s. 177 vd.

⁴⁶² Bu yönde bir çeşitlendirmenin portföyün likidite riskine karşı korunması amacı ile getirildiği hususunda yukarıda durulmuştur. Bk. 2.1.1.2 no'lu başlık altındaki açıklamalar.

Belirli alanda faaliyet gösteren ya da belirli bir projeye yatırım yapmak üzere kurulan GYO'lar açısından gayrimenkule dayalı hakların çeşitlendirilmesinde göz önünde bulundurulması gereken sınırlama ise Tebliğ md. 30/f.II'de yer almakta olup, bu sınırlama aşağıda ayrıntılı olarak incelenecektir.

2.1.2.2.1 Asgari Oranda Gayrimenkule Dayalı Bir Portföy

5 GYO, ister genel amaçlı olsun, ister belirli bir alana ya da projeye yatırım yapmak için kurulmuş olsun, Tebliğ md. 27'de yer alan sınırlamalara uygun bir portföy oluşturmak durumundadır. Tebliğ'e uygun olarak oluşturulmuş bir portföy öncelikle asgari %50 oranında gayrimenkule dayalı hak içermek durumundadır (Tebliğ md. 27/f.I/b(a))⁴⁶³. Gayrimenkule dayalı haklara asgari %50 oranında pay
10 ayıran bir GYO, azami %50 oranında likit varlıklara da yatırım yapabilecektir. GYO'nun likit varlıklara yapacağı yatırımın azami olarak belirlenmesi, GYO'nun esas itibariyle gayrimenkule dayalı haklara yatırım yapmak amacıyla kurulmuş olmasından kaynaklanmaktadır. Bu yolla Tebliğ, GYO'nun *de facto* olarak bir menkul kıymetler yatırım ortaklığı gibi hareket etmesini engellemeyi
15 amaçlamaktadır.

Tebliğ md. 30/f.II'nin uyarınca, asgari %50 oranının, belirli alanda faaliyet göstermek üzere ya da belirli projelere yatırım yapmak amacı ile kurulan GYO'larda asgari %75 düzeyine çıktığı görülmektedir. Tebliğ md. 30/f.II bu tür GYO'ların
20 portföy değerlerinin en az %75'inin "*unvanlarında ve/veya esas sözleşmelerinde belirtilen varlıklardan oluşması*" zorunluluğunu getirmektedir. Tebliğ ifadesini kelimesi kelimesine anlayacak olursak, hükmün ortaklıklar hukukunun bugün için hala temel nitelikli bir ilkesi olan *ultra vires* ile çatıştığı görülecektir. Esasen bu tip GYO'ların da diğer her türlü ortaklıkta olduğu gibi, *ultra vires* ilkesi gereğince
25 yatırımlarının %75'ini değil %100'ünü esas sözleşmelerinde belirtilen varlıklara yapmaları gerekecektir. Düzeltici yorum yoluyla ve hükmün *ratio legis*'i de göz önünde bulundurularak, ortaklığın asgari %75 oranında esas sözleşmesinde ve

⁴⁶³ GYO'nun yatırım yapabileceği gayrimenkule dayalı hakların hangileri olduğu aşağıda 2.2.1 no'lu başlık altında ayrıntısı ile açıklanmaktadır

unvanında gösterilen “belirli alana” ya da “projeye” yatırım yapması gerektiği anlaşılmalıdır. Kalan azami %25’lik dilimde, ortaklık *ultra vires* ilkesine aykırı olmayacak şekilde ve fakat faaliyet göstereceği alan ya da proje dışında yatırımlar da yapabileceğine göre, bu yatırımlar likit yatırımlar şeklinde tezahür edebilecektir.

- 5 Örneğin alışveriş merkezi alanında yatırım yapmak amacıyla kurulan bir GYO’nun %25 oranında konut alanına yatırım yapması *ultra vires* ilkesi ile çatışırken, aynı GYO’nun %25 menkul kıymetlere ve nakde yatırım yapması *ultra vires*’e aykırı olmayacaktır⁴⁶⁴. O halde denilebilir ki, Tebliğ md. 30/f.II’de yer alan %75’lik sınır, bu tip GYO’lar açısından, gayrimenkule dayalı hakların asgari sınırındadır.

- 10 Dünyada kolektif yatırım kurumları, riskin dağıtılması ve bununla bağlantılı olarak portföy çeşitlendirilmesi ilkesi çerçevesinde portföy işletmeciliği faaliyetini gerçekleştirmek yükümlülüğü altındadır. Türk GYO’ları da bu genel ilkeden istisna edilmiş değildir. Ne var ki, Tebliğ hükümlerince GYO, aşağıda (2.1.2.2.3 no’lu başlık altında) incelenen, likit varlıklarında olduğu gibi, gayrimenkule dayalı
- 15 haklardan oluşan portföyünü, asgari bir oranda (sektörel ya da coğrafi olarak) çeşitlendirmek yükümlülüğü altına sokulmamıştır.

2.1.2.2.2 Gayrimenkule Dayalı Portföyün Likit varlıklar ile Çeşitlendirilmesi

- 20 Tebliğ md. 27/f.I/b(b) portföy değerinin azami %50’sinin Tebliğ md. 25/f.I/b(a)’da yazılı varlıklar ile md. 32A’da bahsi geçen iştiraklerin toplamından oluşması gerektiğini hükme bağlamaktadır. Bu hüküm ile GYO’nun likit varlığının belirli bir oranda kalması amaçlanmaktadır. Portföyün azami %50’sinin hesaplanmasında; “*Tebliğ md. 32A maddesinde belirtilen iştirakler*” ifadesinden iştirak edilen şirketlerde sahip olunan pay değerleri, “*25’inci maddenin (a) bendinde*

⁴⁶⁴ Farklı görüşte bk. BELEN, s. 182, 183; Belen, Tebliğ md. 30/f.II’de belirtilen asgari %75’lik oranın tüm portföy üzerinden değil, yalnızca gayrimenkule dayalı haklardan oluşan portföyün, asgari %50’lik kısmı üzerinden hesaplanması gerektiğini savunmaktadır. Yazara göre %75’lik oranın tüm portföy üzerinden değerlendirilmesi halinde Tebliğ md. 27/f.I/b(b)’de izin verilen azami %50’lik (eserde o dönemki oran olan %30’luk oran gösterilmiştir) oranı koymanın bir anlamı kalmayacak, bu durumda bu tip GYO’lar açısından likit yatırımlara pay ayırma sınırı düşürülmüş olacaktır. Yazarın belirli alanda ve projeye yatırım yapmak amaçlı GYO’lara da eşit oranda likit kalma amacına yönelik değerlendirmelerine, *de lege feranda* katılmakla birlikte, Tebliğin açıkça “*portföylerinin en az %75’i*” ifadesinin kullanması karşısında hükmün bu şekilde yorumlanmasının mümkün olmadığını düşünmekteyim.

yazılı varlıklar” ifadesinden de bu bentte gösterilen işlemler sonucu elde edilen hakların anlaşılması gerekmektedir. Zira bu bentte yazılı olanlar, varlık değil bir takım varlıkların elde edilebilmesi amacı ile yapılacak işlemlerden ibarettir.

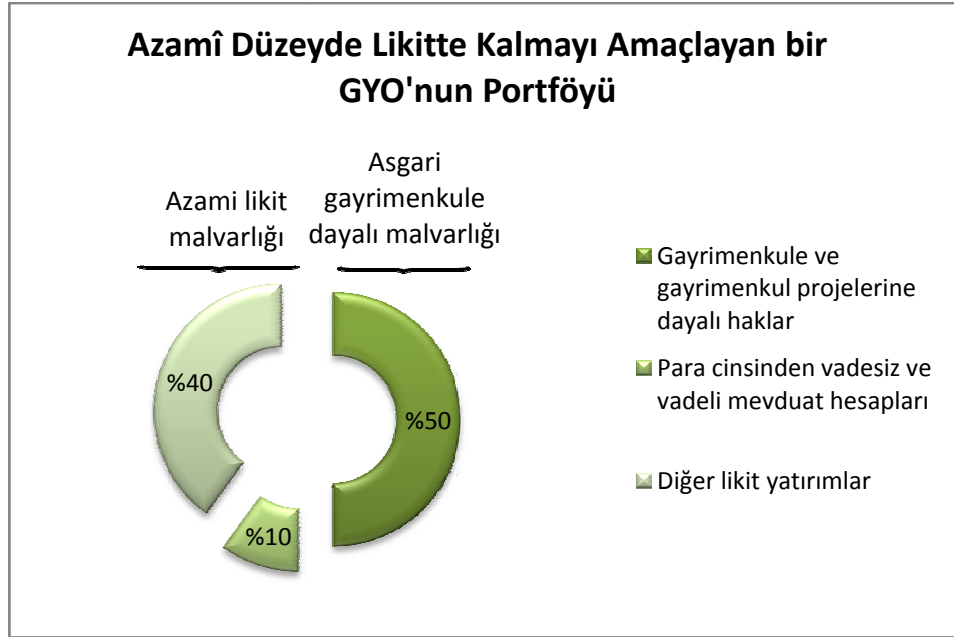
- 5 Bentte sayılanlara ek olarak, Tebliğ md. 27/f.I/b(b) hükmünün bütünü değerlendirildiğinde, kurulun izni ile istisnaen hesaptan indirilen bir kısım nakit hariç, ortaklığın elinde bulundurduğu nakdin de azami %50'nin hesaplanmasında değerlendirmeye alınacağı anlaşılmaktadır. Ayrıca belirtmek gerekir ki, Tebliğ md. 25/f.I/b(k)'da sayılan işlemler, aynı maddenin a bendinde sayılan işlemler gibi likit
- 10 varlıkların edinilmesini sağlamaya yönelik işlemlerdir. O halde, k bendinde sayılan, swap, forward, opsiyon işlemleri ile vadeli işlemlerden elde edilen varlıkların da neden likit malvarlığı olan, azami %50'lik kısımda hesaplanmadığını anlamak mümkün değildir. Kanaatimce bu işlemlerden elde edilenler varlıklar da azami %50'lik pay içinde ve portföyün bir parçası olarak değerlendirilmesi gerekmektedir.
- 15 Yukarıda yapılan açıklayıcı ve tamamlayıcı yorumlar doğrultusunda belirtmek gerekir ki; Tebliğ md. 27/f.I/b(b)/c.1'de verilen tanım azami likit varlığın tespit edilmesinde yeterli değildir. Kanımca, likit varlık kalemleri; Tebliğ md. 25/f.I/b(a) ve (k)'da yer alan işlemler sonucu elde edilen haklar ile Tebliğ md. 32/A'da gösterilen paylardan ve Tebliğ md. 27/f.I/b(b)/c.2'de bahsi geçen ve istisnaya konu
- 20 olmayan nakitten ibaret olmalıdır.

2.1.2.2.3 Likit Varlıkların Çeşitlendirilmesi

- Tebliğ, portföy çeşitlendirmesinde yalnızca gayrimenkule dayalı haklardan oluşan portföyün likit varlıklar ile çeşitlendirilmesini amaçlamamış, ayrıca portföyde yer alan likit varlıklar, portföyün %10'undan fazlasını oluşturuyor ise, bu likit varlıkların da kendi içinde çeşitlendirilmesi (riskin mali yönden dağıtılması)
- 25 zorunluluğunu getirmiştir⁴⁶⁵. Şöyle ki; Tebliğ md. 27/f.I/b(b) “*Türk Lirası veya yabancı para cinsinden vadesiz ve vadeli mevduata ... en fazla portföy değerinin %10'u oranında yatırım*” yapılabileceğini hükme bağlamaktadır. Bu hüküm ilk bakışta, azami %50'lik likit varlıklar içinde yer alan mevduat hesaplarının, portföyün

⁴⁶⁵ Riskin mali yönden dağıtılması hususunda bk. YASAMAN, Yatırım Fonları, s. 52, 53

en fazla %10'unu temsil edebileceğini söylemekte ise de, bir başka bakış açısıyla değerlendirildiğinde, hükmün GYO'nun likit varlıklarını kendi içinde çeşitlendirme zorunluluğu getirdiği anlaşılmaktadır. Şöyle ki; örneğin bir GYO portföyünün % 15'i oranında likit kalmak istiyorsa, bunun tamamını mevduat hesaplarında değerlendiremez. Bu durumda en az portföyünün %5'i oranında (sermaye piyasası araçları, hisse senetleri gibi) diğer bir takım likit enstrümanlara başvurmak durumunda kalacaktır. Bu açıdan bakıldığında Tebliğ likit malvarlığının da kendi içinde çeşitlendirilmesi zorunluluğunu getirmektedir⁴⁶⁶. O halde azami düzeyde likitte kalmayı amaçlayan bir GYO'nun, portföyünün %50'si gayrimenkule dayalı haklardan, kalan %50'si de likit varlıklardan oluşacaktır. Likit %50'lik kısmın ise %10'u mevduat hesaplarından, kalan %40'ı da diğer likit enstrümanlardan oluşacaktır⁴⁶⁷.



15 **Şekil 2.1** Azamî Düzeyde Likitte Kalmayı Amaçlayan bir GYO'nun Portföyü

Portföy çeşitlendirmesinde Tebliğce getirilen sınırlamalardan, yalnızca asgari %50 oranında gayrimenkule dayalı haklardan oluşan bir portföy işletme kuralı bir yaptırıma bağlanmıştır. Tebliğ md. 27/f.I/b(e)'de bu asgari oranın sağlanamaması

⁴⁶⁶ Aksi görüşte bk. **SUSAR**, s. 156

⁴⁶⁷ Bk. Şekil 2.1

halinde GYO'nun karşı karşıya kalacağı yaptırımlar hükme bağlanmıştır⁴⁶⁸. Ne var ki, %10'luk azami mevduat hesabı sınırının, (aşağıda 2.1.2.2.4 no'lu başlık altında açıklanan) %49'luk azami yabancı varlık sınırının ya da belirli alanda ya da proje için kurulan GYO'larda %75'lik asgari sınırlara uyulmaması durumlarında GYO'nun bir yaptırıma tabi tutulacağı öngörülmemiştir.

2.1.2.2.4 Yabancı Varlıklarla Portföy Çeşitlendirmesi

Yukarıda genel olarak riskin dağıtılması ilkesi çerçevesinde portföyün coğrafi yönden çeşitlendirilmesinin önemi üzerinde durulmuştur. Coğrafi çeşitleme amacıyla yabancı ülkede yer alan gayrimenkullere ya da gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak isteyen GYO, Tebliğ md. 27/f.I/b(c) uyarınca, bu yatırımını portföy değerinin azami %49'u oranında yapabilecektir. GYO'nun yabancı varlıklara yapacağı yatırımda azami sınır, bir üst başlıkta incelenen sınırlamalardan bağımsız olarak değerlendirilmelidir. Yukarıdaki sınırlamalar, yatırım yapılan varlığın gayrimenkule dayalı haklar ya da likit varlıklar olması açısından portföyü iki gruba ayırmakta iken, yabancı varlıklar bu iki grupta da yer alabilmektedirler. O halde yabancı gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları da diğer yerli likit enstrümanlar ile birlikte azami %50'lik likit portföy içinde değerlendirilecektir. Aynı şekilde, yabancı gayrimenkule dayalı haklar da asgari %50'lik asgari gayrimenkule dayalı hakları içeren portföy kısmında yerini alacaktır. Her hal ve karda yabancı likit enstrümanlar ve gayrimenkule dayalı haklar, beraberce portföy değerinin %49'unu aşamayacaktır.

2.1.2.3 Portföy İşletmeciliği Faaliyetinin Devamlılığı İlkesi

Hukuk politikası açısından GYO'lar buldukları coğrafyanın mevzuata uygun şekilde ve sağlıklı imarlaşmasını sağlamak hedefine hizmet etmek amacıyla vergi avantajlarından yararlanmaktadır. Nitekim GYO'lar parlak çağlarını, gerek ABD'de büyük şehirlerin hızla imara yöneldiği 1950-60'lı yıllarda, gerek Almanya'da birinci

⁴⁶⁸ Ortaklığın GYO sıfatı ile faaliyet gösterme yetkisini kaybetmesine yönelik yaptırım için bk. 2.4.2.2.2 no'lu başlık altındaki açıklamalar

ve ikinci dünya savaşları sonrası dönemlerde yaşamışlardır⁴⁶⁹. Benzer şekilde ülkemizde de özellikle büyük şehirlerin imar mevzuatına uygun şekilde yapılanması büyük önem taşımaktadır. O halde, ihtiyaç duyulan imarlaşmaya yönelik, hem finansman, hem de profesyonel bilgiyi beraberce barındıran GYO'ların bu amaca yönelik olarak projeler geliştirmek yerine, kısa dönemli gayrimenkul alım satımından kazanç sağlamaya çalışması GYO'ların kuruluş ve vergi desteklerinin altında yatan hukuk politikasına aykırı olurdu. GYO portföyü işletmecilerinin bu şekilde davranmalarının önüne geçmek amacıyla, faaliyetin devamlılığı ilkesi uyarınca, Tebliğ md. 27/f.I/b(d), üzerinde gayrimenkul geliştirmeye yönelik bir tasarrufla bulunulmayan arazilere bir sınırlama getirmektedir⁴⁷⁰. Portföy işletmeciliği faaliyetinin devamlılığı ilkesi ile GYO'nun yatırımcı nezdindeki güveninin pekiştirilmesi amaçlanmaktadır⁴⁷¹.

Tebliğ md. 27/f.I/b(d) uyarınca, GYO portföyüne intikalinin üstünden 5 yıl geçmesine rağmen, üzerinde proje geliştirilmesine yönelik bir tasarrufla bulunulmayan arsa ve arazilerin oranı portföy değerinin %10'unu geçemez. Tebliğin bu düzenlemesi değerlendirilirken öncelikle hatırlatmak gerekir ki, bentte yer alan “*arsa ve arazi*” ifadesi hukuk tekniği açısından yerinde değildir. Hukukumuzda sınırlı sayıda olan gayrimenkul çeşitleri (bk. MK md. 704) arasında “*arsa*” yer almamaktadır. Buna göre söz konusu ilkenin yalnızca portföye dahil edilen araziler ile sınırlı olarak değerlendirilmesi gerekmektedir⁴⁷². Portföy işletmeciliği faaliyetinin devamlılığı ilkesinin, *de lege lata* yalnızca portföye dâhil edilen arazilere teşmil edilmesi, söz konusu ilkenin amacı ile uyumlu değildir.

İlkenin *ratio legis*'i portföye dahil edilen tüm gayrimenkulleri ve hatta gayrimenkul üzerinde kurulan sınırlı ayni haklar ile nispi hakları da kapsamayı gerektirmektedir. Şöyle ki, örneğin, mülkiyeti elde edilen bir bağımsız bölüm veya 49 yıllığına kiralanana ya da üzerinde bir irtifak hakkı elde edilen gayrimenkul

⁴⁶⁹ Markus KÖNIG, *Anlegerschutz im Investmentrecht*, Osnabrück 1998, s. 28

⁴⁷⁰ Aynı amaca yönelik olarak “uzun vadeli portföy yönetimi ilkesi” de geliştirilmiş olup, bu husus yukarıda 2.1.1.3 no'lu başlık altında değerlendirilmiştir.

⁴⁷¹ KAÇIRA, s. 89

⁴⁷² Arsa ve arazi ifadeleri arasındaki fark ve “arsa”nın idari bir sınıflandırma olduğu yönünde bk. Yukarıda 1.2.1.2.4 başlığı altındaki açıklamalar

5 üzerinde de pekâlâ bir proje geliştirilebilir. Bu hakların da, araziler gibi, portföye dahil olmalarını takiben, üzerlerinde gayrimenkulü geliştirmeye yönelik bir takım tasarruflarda bulunulmasının beklenmesi, faaliyetin devamlılığı ilkesi karşısında haklı gözükmelidir. Ne var ki, bugünkü düzenleme, *de lege lata*, arazi dışında kalan gayrimenkul üzerinde faaliyetin devamlılığı ilkesinin işletilmesini zorunlu kılmamaktadır. Tabiidir ki, bu durum ilkenin diğer aynı ve nispi haklar için de kullanılmasını engellemek için bir sebep değildir. Yalnızca, Tebliğ düzenlemesinin, faaliyetin devamlılığı ilkesine asgari bir şart olarak, araziler üzerinde proje geliştirme yükümlülüğü getirdiği şekilde yorumlanması gerekmektedir.

10 Bu ilke ve Tebliğ'in 27. maddesinin ilgili bendi uyarınca, GYO'lar, üzerinde mülkiyetini edindikleri araziler üzerinde proje geliştirme zorunluluğu olup olmadığı tartışılabilir. GYO'ların sağlıklı imarlaşmaya ilişkin katkıları nedeni ile desteklenmesi ve ilgili bendin ifadesi göz önünde bulundurulduğunda, GYO'ların, kural olarak, edindikleri araziler üzerinde proje geliştirme yükümlülüğü altında
15 olduklarını söylemek mümkündür⁴⁷³. Bunun sınırı ancak edindikleri arazilerin portföy değerinin %10'udur. Söz konusu bendi bir başka açıdan okursak, kural olarak GYO'lar yalnızca proje geliştirmek üzere arsa edinebilirler, istisnaen (portföy değerinin %10'u oranında) mülkiyeti devir amacı güdebilirler⁴⁷⁴.

20 Faaliyetin devamlılığı ilkesi kapsamında, 27. maddenin d bendinde, arsanın portföye alınmasından itibaren hesap edilecek 5 yıllık periyotlarda, o arsa üzerinde proje geliştirilmesine yönelik "*herhangi*" bir tasarrufta bulunulması gerektiği hükme bağlanmaktadır. Bentte yer alan "*herhangi bir tasarruf*" ifadesi, proje geliştirmeye yönelik olarak çeşitli kişilerle sözleşmeler imzalanmasından, idareden alınacak
25 ruhsat ve izinlere, fiilen inşaata başlanması ya da tamamlanmasından, inşaatın

⁴⁷³ **WIESBROCK** (Helios/Wewel), s. 245; Alman REIT-G de, GYO'ların ağırlıklı gayrimenkul ticaretinden gelir elde etmelerini önlemek amacıyla bu faaliyeti kural olarak yasaklamış olmakla birlikte buna istisnalar da tanımıştır.

⁴⁷⁴ Belen, bir GYO tarafından mülkiyeti devir amacıyla alınan bir arsa üzerinde sonradan proje geliştirilmesinin mümkün olacağını haklı olarak savunmaktadır. **BELEN**, s. 186, Kanımca da, bent GYO'nun arsayı edinmekteki saiki üzerinde durmamakta, yalnızca, niceliksel olarak bir sınırlama getirmektedir.

işletmesini devralacak bir kişi ile anlaşılmasına kadar pek çok işlemi kapsayacak şekilde geniş anlaşılmalıdır⁴⁷⁵.

“Herhangi bir tasarruf” ifadesinin geniş yorumlanması, bir yandan ortaklık yöneticilerinin proje geliştirme faaliyetlerini rahatça yapmalarını sağlarken, diğer yandan da ifadenin yorumlanmasındaki farklılıklar yüzünden hukuk güvenliğini zedeleyebilecek ve hatta kötüye kullanmaya sebebiyet verebilecek niteliktedir. Şöyle ki, bir gayrimenkul üzerinde önce bir inşaat firması ile sözleşme yapılarak, takip eden 5 yılda belediyeden gerekli izinlerden birinin, bir sonraki 5 yılda ise bir diğerinin alınması ile proje geliştirilmeksizin gayrimenkulün değerlendirilmesi beklenebilir. Bu 15 yıllık zaman zarfında GYO işletmesinin asıl amacı proje geliştirmek değil, gayrimenkulün değerlendirilip ardından satılması yolu ile kar elde etmektir. O halde iyi niyetli portföy işletmecisine hareket serbestisi sağlayan bu kriter, kötü niyetli portföy işletmecisinin de kanunu dolanmasına olanak verebilir niteliktedir. GYO’ların ağırlıklı olarak gayrimenkul ticareti ile kazanç elde etmesini amaçlayan Alman REIT Kanunu, ise farklı bir kriter benimsemiştir. Alman Kanununa göre, gayrimenkul alım satımı, ortaklığın son 5 mali yılında gayrimenkul ticaretinden elde ettiği kazanç, yine aynı dönemdeki (yalnızca) gayrimenkulden oluşan portföyünün ortalama değerinin yarısından fazla ise yasaklanmıştır⁴⁷⁶. Alman Kanunu’nda aranan bu şart, bir yandan işletmeciye sağlanan hareket serbestisini belirli süre sınırları ile daraltmazken, diğer yandan da tespit edilmesinde bizim sistemimizde olduğu gibi güçlükler yaşanmayan ve kötüye kullanılması daha zor, niceliksel bir kriter getirmektedir. Türk GYO Tebliği’nin de, niceliksel kriterleri (herhangi bir tasarruf kriterini) bir kenara bırakıp, Alman Kanunu’nda olduğu gibi niceliksel bir kriteri benimsemesinde, gerek hukuk güvenliğinin sağlanması, gerekse ilkenin kötüye kullanılmasının engellenmesi açısından fayda vardır.

⁴⁷⁵ BELEN, s. 185

⁴⁷⁶ Bk. REITG, § 14/1, 2

2.2 Gayrimenkul Portföyü İşletmecisi Olarak Faaliyeti

Her ne kadar hukukumuzda kişilerin hukuki işlemlerinde serbest oldukları kabul edilmekte ise de, GYO'nun taraf olacağı hukuki işlemler ile portföyünün objesini oluşturacak kalemlerin nelerden ibaret olacağı, GYO Tebliği md. 25'te *numerus clausus* tekniği ile sıralanmıştır. Böyle bir sınırlama portföy işletmeciliği faaliyeti gösterecek GYO'nun hareket serbestisini önemli oranda sınırlamaktadır⁴⁷⁷. Aşağıda, portföy işletmeciliği faaliyetinin sınırlı sayıda sayılan bu objelerden, gayrimenkul portföyü işletmeciliği niteliğinde olanlar incelenmektedir.

Hukuk politikası açısından, GYO'nun oluşturulması ve çeşitli vergi avantajlarından yararlandırılmasının asıl sebebi, portföy işletmeciliği faaliyetlerinin gayrimenkul sektörüne ve ülkenin bayındırlığına yapacağı olumlu katkılardır. Bu husus göz önünde bulundurulduğunda, portföyün öncelikli ve ağırlıklı objelerinin gayrimenkule dayalı haklar ile projelerden oluşması gerekliliği netlik kazanmaktadır. Gayrimenkule dayalı haklar, projeler ile birlikte GYO tarafından işletilen portföyün esaslı objeleri olmakla beraber, bunların içinde gayrimenkule dayalı projeler daha da önemli kabul edilmelidir. Zira özel bir hukuki ve vergisel rejim ile GYO kurulmasının asıl sebebi büyük gayrimenkul projelerinin önünün açılmasıdır. Gayrimenkule dayalı haklar edinilmesi ise, proje geliştirme faaliyetinin gerçekleştirilebilmesi için bir araç, bir hazırlık faaliyeti ya da yan faaliyet gibi düşünülmelidir. Gayrimenkule dayalı hakların edinilmesindeki bu tali niteliğe⁴⁷⁸ rağmen, GYO Tebliğinde, gayrimenkule dayalı haklara yatırım faaliyeti, gayrimenkul projelerine yatırımdana nazaran daha ayrıntılı düzenlenmiştir. Özelte belirtmek gerekir ki, GYO'nun gayrimenkul portföyü işletmecisi olarak iki ana yatırımı vardır. Bunlar, gayrimenkule dayalı haklara yatırım ve gayrimenkul projelerine yatırımdır.

⁴⁷⁷ BELEN, s. 219

⁴⁷⁸ Gayrimenkul üzerinde elde edilen hakkın devrinden kar elde edilmesinin istisnai nitelik arz etmesinin, portföy işletmeciliği faaliyeti ilkelerinden, uzun süreli portföy işletmeciliği ilkesi ile de bağlantısı vardır. bk. s. 2.1.1.3 no'lu başlık altındaki açıklamalar

2.2.1 Gayrimenkule Dayalı Haklara Yatırım

GYO'nun tanımının yapıldığı Tebliğ md. 4/f.I/b(a)'da GYO'nun yatırım yapabileceği kalemler arasında “*gayrimenkule dayalı haklara yatırım*” yapmak yer almaktadır. Tebliğ md. 25, tanımda yer alan bu yatırım unsurunu açmakta ve GYO'nun portföy işletmeciliği faaliyetini sürdürürken, hangi gayrimenkule dayalı haklara yatırım yapabileceğini sınırlı sayıda olmak üzere saymaktadır. Söz konusu madde, GYO'nun gayrimenkule dayalı bir takım hakları, portföy işletmeciliği faaliyetinin objesi yapabilmesine cevaz vermektedir⁴⁷⁹. Gayrimenkule dayalı haklar ifadesinden anlaşılması gereken, bir gayrimenkul üzerinde kurulabilecek, başka bir deyişle, gayrimenkul üzerinde kurulan aynı hak (a) ya da konusu gayrimenkul olan nispi (b) haklardır.

2.2.1.1 Gayrimenkule Dayalı Aynı Haklar

Aynı haklar, “*bir kimseye bir mal üzerinde doğrudan doğruya hâkimiyet sağlayan ve bu sebeple herkese karşı ileri sürülebilen haklar*” olarak tanımlanmaktadır⁴⁸⁰. Bu tanımdan yola çıkarak, gayrimenkule dayalı aynı haklar ifadesinden, üzerinde doğrudan doğruya hâkimiyet sağlanan eşyanın, yani hak objesinin, gayrimenkul bir eşya olması anlaşılmalıdır. Aynı hakkın sahibine sağladığı hâkimiyet en geniş düzeyde ise mülkiyetten, sınırlı ise sınırlı aynı haklardan bahsedilmektedir. Tebliğ bazı şartlar altında GYO'nun bu iki tip aynı hakka yatırım yapmasına izin vermektedir.

GYO'nun yatırım yapmasına olanak tanınan aynı hakların ayrıntısı ile incelenmesine geçilmeden evvel, GYO'nun Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu kapsamında yabancı bir ortağı olması halinde, gayrimenkul üzerinde aynı hak edinmesinin hangi şartlara bağlandığına değinmek gerekmektedir. GYO'nun gayrimenkul edinmesinin, doğrudan yabancı yatırım çerçevesinde değerlendirilmesi

⁴⁷⁹ BELEN, s. 240

⁴⁸⁰ M. Kemal OĞUZMAN / Özer SELİÇİ / Saibe Oktay ÖZDEMİR, *Eşya Hukuku*, İstanbul 2006, s. 3; OĞUZMAN/BARLAS, s. 111

5 için Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu md. 2/f.I/b(b) uyarınca kurucusunun, ortaklarından birinin (borsa kanalı ile hisse senedi elde edilmişse en az %10 oranında oy hakkı elde eden ortağın) Kanun'da tanımlandığı şekilde yabancı yatırımcı olması gerekmektedir. Bu şartlar söz konusu ise, GYO'nun esaslı faaliyetlerinden biri olan gayrimenkul üzerinde aynı hak elde edinmesinde güçlük yaşanabilecektir.

4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu md. 3/f.I/b(d) "*yabancı yatırımcıların Türkiye'de kurdukları ve iştirak ettikleri tüzel kişiliğe sahip şirketlerin, Türk vatandaşlarının edinimine açık olan bölgelerde taşınmaz mülkiyeti veya sınırlı aynı hak edinmeleri serbesttir*" hükmünü içermekte idi. Anayasa Mahkemesi, 11.03.2008 tarihli E. 2003/71, K. 2008/79 sayılı karar ile söz konusu hüküm iptal etmiştir. Mahkeme kararının gerekçesinde, iptal edilen hüküm vasıtasıyla, yabancı iştirakli ortaklıklar açısından "*herhangi bir miktar kısıtlaması olmaksızın ve yatırım faaliyeti bakımından gerekli olup olmadığına bakılmaksızın yabancı yatırımcıların Türk vatandaşlarının edinimine açık olan bölgelerde taşınmaz mülkiyeti veya sınırlı aynı hak*" edinmesine olanak tanınıyor olması eleştirilmiştir. Mahkemenin, karar gerekçesine yansıyan bu hassasiyet, kanun koyucu tarafından göz önünde bulundurulmuş ve Tapu Kanunu md. 36'da yapılan 03.07.2008 tarihli düzenlemede "*Yabancı yatırımcıların Türkiye'de kurdukları veya iştirak ettikleri tüzel kişiliğe sahip şirketler, ana sözleşmelerinde belirtilen faaliyet konularını yürütmek üzere taşınmaz mülkiyeti veya sınırlı aynı hak edinebilir ve kullanabilirler*" hükmü getirilmiştir. Söz konusu yeni düzenlemeye göre, şayet GYO, Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu md. 2 anlamında yabancı iştirakli bir ortaklık ise, ana sözleşmesinde gösterilen faaliyet konusu ile sınırlı olacak şekilde gayrimenkul edinebilecektir. Tapu Kanunu md. 36 uyarınca, yabancı iştirakli GYO'nun gayrimenkul edinimine izin verilen durumlara, uzun süreli portföy işletmeciliği faaliyeti kapsamında aynı hak edinilmesidir. Bunun dışında örneğin, gayrimenkul ticareti (GYO tebliği md. 26/f.I/b(1)) yasaklanan anlamda kısa vadeli gayrimenkul alım satımı) yapmak için ya da belirli bir alan ya da proje ile sınırlı bir GYO söz konusu ise bu alan ve proje dışındaki gayrimenkullere yatırım yapmasına Tapu Kanunu md. 36 uyarınca izin verilmemektedir. Edinilmek istenen gayrimenkulün,

GYO'nun esas sözleşmesinde gösterilen faaliyet sahasına girip girmediğinin değerlendirilmesi sanayi ve ticaret il müdürlüğü tarafından gerçekleştirilecektir⁴⁸¹.

5 Yabancı iştirakli GYO'nun, Askeri Yasak Bölgeler ve Güvenlik Bölgeleri Kanunu hükümleri saklı kalmak kaydıyla askeri yasak bölgeler, güvenlik bölgeleri ve stratejik bölgelerdeki taşınmaz edinimleri, Genel Kurmay Başkanlığı'nın ya da yetkilendireceği komutanlıkların, özel güvenlik bölgelerindeki taşınmaz edinimleri ise taşınmazın bulunduğu yerdeki valiliğin iznine tabi olacaktır.

10 Yabancı iştirakli GYO'nun gayrimenkul edinebilmesi için Tapu Kanunu md. 36'da yer alan bu iki şartın (esas sözleşmede gösterilen faaliyet alanı içinde olması şartı ile askeri yasak bölge ya da özel güvenlik bölgesi olması halinde izin alınması şartının) varlığı Valilik İl Planlama ve Koordinasyon Müdürlüğü tarafından denetlenmektedir⁴⁸².

15 Şayet GYO, Tapu Kanununa uygunsuz şekilde gayrimenkul üzerinde bir aynı hak edinirse, bu hakkın, Maliye Bakanlığı'nca verilecek süre içerisinde, maliki tarafından tasfiye edilmesi, yani üçüncü bir kimseye devri gerekmektedir. Gayrimenkul verilen süre içinde tasfiye edilmediği takdirde, bakanlıkça tasfiye
20 edilerek elde edilen bedel GYO'ya ödenir.

⁴⁸¹ Bayındırlık ve İskân Bakanlığı'nın Tapu Kanunu md. 36/f.IV'e dayanarak çıkartmış olduğu, 12.11.2008 tarihli Yabancı Sermayeli Şirketlerin Taşınmaz Edinimine İlişkin Yönetmelik md. 6/f.I

⁴⁸² Yabancı Sermayeli Şirketlerin Taşınmaz Edinimine İlişkin Yönetmelik md. 5 uyarınca "Valilik, taşınmaz edinimi başvurusunun yapılmasını müteakip, mülkiyet edinimi talebinin şirketin ana sözleşmesinde belirtilen faaliyet konusu çerçevesinde olup olmadığını sanayi ve ticaret il müdürlüğünden yedi gün içinde; taşınmazın askeri yasak bölge, askeri güvenlik bölgesi veya stratejik bölgede kalıp kalmadığını, bu bölgelerde kalması halinde taşınmaz mülkiyeti ediniminin uygun olup olmadığını Genelkurmay Başkanlığı veya yetkilendireceği komutanlıklardan otuz gün içinde; taşınmazın özel güvenlik bölgesinde kalıp kalmadığını ise, Emniyet Genel Müdürlüğünden yirmi gün içinde bildirmesini yazılı olarak talep eder. Taşınmazın özel güvenlik bölgesi içinde kalması halinde taşınmaz mülkiyeti edinimi talebi Komisyon tarafından değerlendirilir."

2.2.1.1.1 Gayrimenkul Mülkiyeti

MK md. 683, mülkiyet sahibinin, hak objesi üzerinde *usus, fructus* ve *abusus*⁴⁸³ yetkilerinden her birinin kullanılabilmesi imkânını düzenlemektedir. Tebliğ md. 25/f.I/b(b) hükmüne göre GYO'lar “*gayrimenkulleri satın alabilir*” Bu
5 hüküm doğrultusunda denilebilir ki, GYO'nun yatırım olanaklarından biri gayrimenkul mülkiyetidir.

Yukarıda bahsi geçen genel tanımdan yola çıkarak, mülkiyet hakkı sahibi GYO'nun kanunun kendisine bahsettiği *usus, fructus* *abusus* yetkilerinden her birini
10 dilediği gibi kullanabileceği sonucuna varmak gerekmektedir. MK'da yer alan mülkiyet hakkı tarifinden yola çıkarak bu sonuca kolayca varmak mümkün ise de, Tebliğ, üzerinde mülkiyet hakkı edinilen gayrimenkulün “*alım satım karı ... elde etmek*” veya “*kira geliri elde etmek*” amaçları doğrultusunda kullanılabileceğini hatırlatmaktadır. Tebliğ'in gayrimenkul üzerinde kullanılacak yetkilerden
15 yalnızca ikisini örneklemiş olmasının sebebi, bunların uygulamada en sıklıkla karşılaşılanlar olmasıdır. Gayrimenkulden kira geliri elde edilmesi, gayrimenkulün hukuki semerelerinden yararlanma niteliğinde değerlendirilip, *fructus* yetkisinin örneklerinden birini teşkil etmektedir. Yine *fructus* yetkisine örnek olarak gösterilebilecek olan, gayrimenkul üzerinde, üçüncü kişiler lehine ivazlı sınırlı aynı
20 haklar kurulması da pekâlâ, mülkiyet hakkı (MK md. 683) dolayısıyla GYO'nun sahip olduğu yetkilerden olup, yalnızca GYO Tebliği md. 25'te örneklenmemiş olması sebebiyle yasak bir faaliyet olarak görülmemelidir. Benzer şekilde mülkiyet hakkının, GYO'ya bahsetmiş olduğu *abusus* yetkisinin de mülkiyetin devri halinden başkaca durumlarda kullanılmasının GYO'lara yasaklanmış olduğu
25 düşünülmemelidir. Örneğin, GYO'nun arazinin çok değerli olduğu bir bölgede eski bir binanın mülkiyetini edindiğini düşünelim. Bu durumda GYO yalnızca binanın üzerine oturduğu arazinin mülkiyetini değil, aynı zamanda binada yer alan kat mülkiyetlerini de edinmiş olmaktadır. GYO daha karlı olduğuna kanaat getirdiği sürece söz konusu binanın yıkılmasını ve bağımsız bölümlere ait kat mülkiyeti
30 kayıtlarının da sicilden terkinini talep etmek suretiyle de *abusus* hakkını

⁴⁸³ Kanunun ifadesi “*şey üzerinde dilediği gibi kullanma, yararlanma ve tasarrufta bulunma*” şeklindedir.

kullanabilecektir. Bu takdirde, GYO arazinin mülkiyetini Tebliğ’de gösterildiği gibi “*alim satım karı ... elde etmek*” amacıyla almış olmakla beraber, kanunen gayrimenkul sayılan bağımsız bölümlerin üzerindeki mülkiyet hakkından ileri gelen *abusus* hakkını kullanmış olacaktır.

- 5 Kısaca, Tebliğde mülkiyet hakkının tanıdığı yetkilerden *fructus*’a kiraya verme örneği, *abusus*’a ise mülkiyetin devri örneğinin verilmiş olması bu yetkilerin başkaca şekillerde kullanılamayacağı anlamına gelmemelidir. Tebliğ’in bir kere GYO “*gayrimenkulleri satın alabilir*” demiş olması, mülkiyet hakkını edinme yetkisini GYO’ya vermektedir. Bu noktadan sonra, mülkiyet hakkının kapsam ve sınırlarını
- 10 eşya hukukunun ilkeleri doğrultusunda çizmek gerekmektedir.

- Mülkiyeti edinilen gayrimenkulün, maliki ortaklığa tanıdığı *usus* yetkisi çerçevesinde, gayrimenkulün ortaklıkça bizzat kullanılması haline de değinilmesi gerekmektedir. Şayet bir gayrimenkul üzerinde *usus* yetkisi bizzat kullanılmakta ise,
- 15 yani söz konusu gayrimenkul fiilen GYO tarafından kullanılmakta ise, (örneğin bir bina genel merkez olarak kullanılıyor olabilir) bina GYO malvarlığında olmasına rağmen, portföy dahilinde değerlendirilemeyecektir. Malvarlığı havuzunun içinde daha dar bir küme teşkil eden portföy GYO’nun yalnızca yatırım ve işlet(tir)mek amacıyla edindiği varlıkları içerdiğinden, yatırım ya da işletme amacıyla değil,
- 20 kullanmak amacıyla mülkiyeti edinilen bir gayrimenkulün de portföyde yer alamayacağını kabulü gerekmektedir⁴⁸⁴.GYO’nun *usus* yetkisini kullanmasına bir diğer örnek de, gayrimenkul üzerinde proje geliştirmesidir. Özetle portföye dahil edilen bir gayrimenkul üzerinde GYO, mülkiyet hakkının tanıdığı *usus*, *fructus* ya da *abusus* yetkilerini Tebliğ’de verilen örneklerin dışındaki ihtimallerde de kullanabilir.

- 25 Tebliğ md. 25/f.I/b(b) örnekleme usulünü, mülkiyeti edinilebilecek gayrimenkul tipleri için de kullanmıştır. Bentte örnek olarak “*ofis, konut, iş merkezi,*

⁴⁸⁴ Teorik olarak GYO malvarlığı ile portföyü arasındaki bu nüansın gözetilmesi gerekirken, uygulamada SPK’nın tespit ettiği ilkeler doğrultusunda hazırlanan portföy tablolarında, GYO’ların (örneğin genel merkez olarak) kullanmak amacıyla edindikleri gayrimenkullere de yer verilmektedir. Bu tip gayrimenkuller Tebliğ uyarınca, GYO’nun aktif malvarlığında olmakla birlikte, portföyünde yer almamalıdır, zira yatırım amacıyla edinilmemiştir.

alışveriş merkezi, hastane, otel, ticari depolar, ticari parklar” verilmiştir. Örnekleri takiben “*ve buna benzer gayrimenkuller*” demek suretiyle, hükümde adı geçenlerin örnekleme olduğu vurgulanmıştır. Mülkiyeti edinilebilecek gayrimenkullerin Türkiye’de ya da yabancı bir ülkede olmasının Tebliğ hükümlerince bir farkı yoktur, zira Tebliğ md.25/f.1/b(i)’de “*mülkiyetlerini edinmek kaydıyla yurt dışında gayrimenkulleri alıp satabilir*” hükmünü içermektedir.

2.2.1.1.2 Gayrimenkul Üzerinde Sınırlı Ayni Haklar

Gayrimenkul portföyü işletmeciliği faaliyetinin bir objesi olarak, gayrimenkul üzerindeki sınırlı ayni hakları incelerken, eşya hukukundaki sınırlı ayni haklardan, yararlanma hakları niteliğinde olanlar kastedilmekte olup, (ipotek hakkı örneğinde olduğu gibi) teminat hakkı niteliğindeki sınırlı ayni haklar bu kapsamda değerlendirilmeyecektir⁴⁸⁵. Teminat hakkı sağlayan sınırlı ayni hakların bu kapsamda değerlendirilmemesinin sebebi, GYO lehine verilebilecek bu tür hakların GYO tarafından kabul amacının, bu hakların portföy işletmeciliği ilkelerince işletilmesi olmaması, amacın yalnızca GYO’nun bir takım alacak haklarını teminat altına almak olmasıdır⁴⁸⁶.

Tebliğ md. 25’te sayılan gayrimenkul üzerinde kurulacak sınırlı ayni haklar; intifa hakkı, üst hakkı ve devre mülk irtifakıdır. Öncelikle, üzerinde tasarrufta bulunulmasına, Tebliğ’de açıkça izin verilen bu sınırlı ayni haklar incelenecek, ardından GYO’nun portföy yönetiminin objesi olabilecek ve fakat Tebliğ’de açıkça zikredilmeyen sınırlı ayni haklara yatırım imkânı değerlendirilecektir.

⁴⁸⁵ Aynı yönde bk. BELEN, s. 242

⁴⁸⁶ OĞUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR, s. 592 vd. Sınırlı ayni hakları, içerikleri itibariyle sınıflandıran yazarlar, sınıflandırmayı; yararlanma hakları, teminat hakları ve taşınmaz yükü olmak üzere üç aşamada değerlendirmişlerdir. Niteliği itibariyle yararlanma ve teminat fonksiyonlarını birlikte barındıran taşınmaz yükünü bu çalışmada yararlanma hakları kategorisinde değerlendirmek gerekmektedir. Zira, bir hakkın portföy işletmeciliği faaliyeti objesi niteliğini haiz olup olmayacağının değerlendirilmesi onun yalnızca yararlanma hakkı sağlayıp sağlamadığını göre değerlendirilmektedir. Bir hakkın yararlanma hakkının yanı sıra, teminat hakkını da sağlıyor olması onun portföy işletmeciliği faaliyetine obje olmasına engel teşkil etmeyeceği için, bu sınırlı ayni hak da çalışmada inceleme kapsamında yer alacaktır.

5 Tebliğ md. 25/f.I/b(f), GYO için “*gayrimenkuller üzerinde intifa hakkı kurulabilir ve bu hakkı kullanabilir*” hükmünü getirmektedir. Buna göre portföy işletmeciliği esnasında, gerek üçüncü bir kişinin mülkiyetindeki gayrimenkul üzerinde GYO lehine, gerek GYO mülkiyetindeki bir gayrimenkul üzerinde üçüncü bir kişi lehine intifa hakkı kurulabilir. İntifa hakkı Medeni Kanun vasıtasıyla açıkça düzenlenmiştir, bu sebeple, Tebliğ bir kere intifa hakkının kullanımına izin verdikten sonra, GYO’lar Medeni Kanunun intifa hakkına ilişkin hükümleri uyarınca hareket edecektir⁴⁸⁷.

10 İntifa hakkı, sınırlı ayni haklar arasında lehtarına en geniş yetkileri sağlar. İntifa hakkı sahibi, gayrimenkul üzerinde *usus ve fructus* yetkilerinin tamamına sahip olur. Bir gayrimenkul üzerinde intifa hakkı edinen kimse, bu gayrimenkülü bizzat kullanabileceği gibi onun doğal ve hukuki semerelerinden de faydalanma hakkına kavuşur. Hukuki semereden kasıt, gayrimenkülü konu alan hukuki işlemler yapmak

15 suretiyle, malvarlıksal kazançlar elde etmektir, bu da çoğunlukla gayrimenkülün kiraya verilmesi suretiyle gerçekleştirilir. Ne var ki, gayrimenkul zilyetliğinin kira sözleşmesi gereğince başkasına devredilebiliyor olması sebebiyle yanılmamak gerekir, söz konusu sınırlı ayni hakkın devri kanunen yasaklanmıştır⁴⁸⁸. Buna göre, intifa hakkı lehtarı bir GYO, gayrimenkülü kiraya vermek suretiyle gelir elde

20 edebilirken, bu hakkın bir tasarruf işlemi vasıtasıyla devretmek suretiyle gelir elde edemeyecektir. İntifa hakkı sahibi GYO, söz konusu gayrimenkülü kiraya vermek suretiyle bu hakkını devretmemekte, yalnızca hakkın kullanımını devretmektedir ve bu sebeple kanunen yasaklanmış bir işlem değildir. Daha genel bir ifade ile, GYO’nun intifa hakları alanında portföy işletmeciliği faaliyetleri, borçlandırıcı

25 işlemler ile sınırlı olup, tasarruf işlemleri alanına kadar genişleyememektedir.

Devri mümkün olmayan intifa hakkı ya intifa hakkı sözleşmesinde belirtilen sürenin dolması ile ya da lehine intifa hakkı kurulan kişinin kişiliğinin ortadan kalkması ile sona erecektir. İntifa sözleşmesinde bir süre verilmemiş ise, bu sonuncu

⁴⁸⁷ Bu çalışmanın kapsamını aşmamak adına intifa hakkı üzerine genel nitelikli açıklamalarda bulunulmayacak, yalnızca GYO’nun portföy işletmeciliği faaliyeti adına vurgulanması gereken noktalara ilişkin açıklamalar ile yetinilecektir. İntifa hakkı ve bu hakka ilişkin hükümler hususunda ayrıntılı açıklamalar için bk. **OGUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR**, 639 vd.

⁴⁸⁸ **BELEN**, s. 259

hal intifa hakkı lehtarı GYO'lar, ya da GYO'nun intifa veren olduğu durumlarda lehtarın bir tüzel kişilik olması halinde önem arz etmektedir, zira tüzel kişilikler çoğunlukla süresiz olarak kurulmaktadır. Bu durumda intifa hakkı tüzel kişiliğin herhangi bir sebeple sona erdiği tarihte ya da MK md. 797/f.I gereğince hakkın

5 kurulduğu tarihten itibaren yüz yıl geçmesi ile sona erer.

GYO'nun intifa hakkı lehtarı olduğu durumlar için doktrinde çoğunlukla, çıplak mülkiyetin kamuya ait olduğu haller örnek gösterilmektedir⁴⁸⁹. Bu yolla GYO'nun arazinin mülkiyetine ayrıca mali kaynak ayırmaksızın, onun

10 semerelerinden faydalanabildiğini, üzerinde projeler geliştirebileceğini, kamunun da mülkiyeti elinden çıkartmaksızın ve çoğunlukla tazminat dahi ödemeksizin, intifa hakkı süresi sonunda, arazi üzerindeki inşa edilen eseri edinmiş olduğu söylenmektedir.

GYO'nun intifa hakkı lehtarı olduğu durumlarda, özellikle de gayrimenkul üzerinde bir proje geliştirilmesi söz konusu olacak ise, bazı hallerde bu proje geliştirme faaliyetinin MK md. 817'deki emredici hüküm ile çatışır nitelikte olabileceğini hatırd tutmak gerekmektedir. Şöyle ki, söz konusu madde "*intifa hakkı sahibi, intifa konusu taşınmazın ekonomik özgüleme yönünü malike önemli*

15 *zarar verecek şekilde değiştiremez; özellikle onu yeni bir şekle dönüştüremeyeceği gibi, onda önemli bir değişiklik de yapamaz*" hükmünü getirmektedir⁴⁹⁰.

20

Madde hükmü öncelikle genel kuralı koymaktadır; intifa hakkı sahibi taşınmazın ekonomik özgülenme yönünü malike önemli bir zarar verecek şekilde

25 değiştiremez. Bu genel kuralın ardından, madde bir faraziye getirmektedir; "*taşınmazı yeni bir şekle dönüştürmek ve onda önemli bir değişiklik yapmak*",

⁴⁸⁹ BELEN, s. 261, 162

⁴⁹⁰ Hükmün emredici niteliği gerek ifade tarzından gerekse, aynı maddenin ikinci fıkrasında yer alan istisna hükmünden anlaşılabilir. Söz konusu istisna hükmü, intifa hakkı lehtarı GYO'nun yapabileceği faaliyetler arasında yer almadığından bu fıkraya çalışmada değinilmeyecektir. OĞUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR, s. 652, 653, Yazarlar, intifa hakkının eşya üzerinde fiili tasarrufta bulunma yetkisi vermediğini açıkça ifade etmektedirler. Yazarlar örnek olarak, konut olarak özgülenmiş bir bina üzerinde intifa hakkı sahibinin sinema ya da lokanta yapamayacağını hatırlatmaktadırlar.

taşınmazın ekonomik özgülleme yönünü, malike önemli bir zarar verecek şekilde değiştirmek demektir⁴⁹¹! Bu hüküm karşısında, üzerinde proje geliştirmek adına, bir taşınmazda intifa hakkı edinen GYO'nun projeyi gerçekleştirme imkânı kalmamaktadır, zira proje geliştirmek mutlaka “*taşınmazı yeni bir şekle dönüştürmek ya da onda önemli bir değişiklik*” yapmayı gerektirmektedir. Örneğin, kamuya ait bir arazi orman arazisi iken, bu arazinin üzerinde turistik tesis yapılması ve işletilmesi amacıyla, GYO'ya 49 yıllığına intifa hakkı verildiğinde, söz konusu otelin inşası MK md. 817'nin emredici hükmüne aykırılık teşkil etmiş olacağından, intifa sözleşmesi kesin hükümsüzlük yaptırımı ile karşılaşacaktır. Taşınmazlara ilişkin aynı hakların devri işlemlerinde, kabul edilen illilik ilkesi (MK md. 1024/f.II) gereği, borçlandırıcı işlemin kesin hükümsüz olması, aynı hakka ilişkin yapılan tasarruf işleminin de kesin hükümsüzlük yaptırımı ile malul olmasına sebebiyet verecektir⁴⁹². Bu durumda, intifa hakkının tapudaki tescili, haksız tescil niteliğinde olacağından, gayrimenkul maliki, MK md. 1024/f.III uyarınca, haksız tescilin düzeltilmesi davası yoluna başvurabilecektir.

Böyle bir yaptırım ile karşılaşmamak adına, üzerinde GYO lehine intifa hakkı bulunan bir gayrimenkulde öngörülen projenin gerektirdiği durumlarda ya tapu kütüğünde taşınmazın tahsis yönünün projeye uygun olacak şekilde değiştirilmesi ya da intifa sözleşmesinde taşınmazın proje sonunda sahip olacağı tahsis yönünün gösterilmesi gerekmektedir. Örneğin, Levent'te yer alan bir fabrikanın GYO tarafından geliştirilen bir proje ile bağımsız bölümlerden oluşan bir konut projesine dönüştürülmesi amaçlanıyor ise, gayrimenkulün tahsis yönündeki bu değişiklik tapuda, projenin başlatılmasından evvel gösterilmelidir. Tapuda taşınmazın tahsis yönü gösterilmemiş ise, intifa sözleşmesinde GYO tarafından yapılacak proje belirtilmelidir. Böylece malikin, taşınmazın tahsis yönüne ilişkin iradesinin projeye uygun olduğu anlaşılacaktır.

⁴⁹¹ Mehaz İsviçre Medeni Kanunu'nun MK md. 817'ye tekabül eden 769. maddesinde, yukarıda açıklanan genel kural ile ardından gelen faraziye iki ayrı fıkrada düzenlenmiştir. Bizim kanunumuzda ise bunların tek bir fıkrada ele alınmış olması hükmün anlaşılabilirliğinin azalmasına sebebiyet vermektedir.

⁴⁹² OĞUZMAN/BARLAS, s. 142

GYO ister intifa hakkına lehtar, isterse üzerinde intifa hakkı kurulan taşınmazın maliki olsun, intifa süresinin sonunda, gayrimenkul üzerinde oluşturulan projenin, ilişkinin başında öngörülen kalemlerin, tamamı ile, eksik ya da fazla olmayacak şekilde malike intikal etmesi, portföy açısından önemli bir husustur. Bu açıdan, sözleşmede öngörülen ilişkinin sonundaki tasfiye dengesinin, karşılıklı taraf alacaklılarından korunması açısından, MK md. 811, resmi bir defter tutulabileceğini öngörmektedir⁴⁹³. Kanımca, böyle resmi bir defterin tutuluyor olması, GYO portföyünün korunması esasını yerine getirmekte yarar sağlayacaktır.

Tebliğ md. 25/f.I/b(d), (f)'de GYO'nun portföy işletmeciliği faaliyetinin sınırlı aynı hak niteliği taşıyan bir diğer objesi olarak üst hakkı gösterilmektedir. GYO, ilgili maddenin d bendi uyarınca üst hakkı lehtar olabileceği gibi, f bendi uyarınca üst hakkı yükümlüsü de olabilmektedir. Bir arazi üzerinde bulunan inşaatın maliki sıfatını kazanan, üst hakkı sahibi, bu hakkını üst hakkı süresince kullanabilir⁴⁹⁴. Bu sürenin sona ermesi ile üst arza tabidir kuralı gereği, binanın mülkiyeti arazi sahibine geçecektir.

Tebliğ, GYO'nun üst hakkı lehtar olmasını yalnızca, hakkın MK md. 826/f.III anlamında bağımsız ve sürekli olması şartına bağlamıştır. Üst hakkı kural olarak devredilebilir nitelikte bir sınırlı aynı haktır ne var ki, bu hakkın devredilemez nitelikte kurulması da mümkündür. GYO lehine kurulan üst hakkı, devredilemez nitelikte ise ya da sürekli nitelikte değilse, yani 30 yıldan kısa süre için kurulmuşsa Tebliğ, GYO'nun bu tip bir üst hakkına yatırım yapamayacağını hükme bağlamaktadır. 30 yıldan fazla süre için kurulan, sürekli nitelikteki üst hakkının süresinin, MK md. 836 uyarınca 100 yılı da aşmaması gerektiği hatırd tutulmalıdır.

Tebliğ md. 25/f.I/b(d), GYO'nun üst hakkı lehtar olmasını, yalnızca bu hakkın bağımsız bir hak niteliğinde olmasına değil aynı zamanda, “*üzerinde proje geliştirilmesi maksadı ile*” edinilmesi şartına bağlamıştır. Kanımca, gerek hakkın müstakil ve bağımsız olması şartı, gerekse proje geliştirme maksadı ile edinilmesi

⁴⁹³ OĞUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR, s. 662

⁴⁹⁴ OĞUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR, s. 400

şartı, GYO'nun portföy işletmeciliği faaliyetini, gereğinden fazla kısıtlayacak niteliktedir ve kanun ile getirilen imkânlarla Tebliğ ile sınırlama getirecek niteliktedir. GYO lehine kurulan üst hakkının bağımsız nitelikte olması, hakkın piyasa şartları göz önünde bulundurulduğunda elden çıkartılması gerekli görüldüğü takdirde devredilebilmesini sağladığından, özellikle de uzun süreli üst haklarında portföy işletmeciliği faaliyetine olumlu etki gösterebilecek niteliktedir. O halde, devredilebilir nitelikte olduğu müddetçe, üst hakkının, 30 yıldan kısa süre için kurulacak olup olmadığı ya da proje maksadı ile mi yoksa yalnızca hakkın devri maksadıyla mı edinileceği hususu, portföy işletmeciliği faaliyetinden sorumlu olacak kişilere bırakılmalı idi. Şu hali ile, sürekli niteliğe sahip olma ve proje maksadı ile edinilme şartları, GYO portföyünü işleten kimselerin önlerindeki yatırım seçeneklerini sınırlandırmaktan başka bir amaca hizmet etmemektedir ve *de facto* bir emredici hüküm niteliğindedir.

GYO'nun üst hakkı lehtarını olmasını, fazlasıyla kısıtlayıcı şartlara bağlamış olan Tebliğ'in, aynı sınırlandırıcı eğilimi, GYO'nun üst hakkı yükümlüsü olduğu haller için göstermediği Tebliğ md. 25/f.I/b(f)'de görülmektedir. Bent uyarınca GYO "...sahip olduğu arsalar üzerinde ticari kâr elde etmek maksadıyla üst hakkı yükümlüsü..." olabilir. GYO üst hakkını devredilebilir ya da devredilemez nitelikte ve 30 yıldan fazla ya da az süreli olarak kurabilecektir. GYO, üst hakkı lehtarından bu devrin ivazı olarak bir ücret alacaktır, bu ivaz GYO'nun "*ticari kar elde etmek maksadını*" göstermektedir.

Tebliğ md. 25'te GYO'nun portföy işletmeciliği faaliyetinin objesi olabileceği belirtilmeyen, ancak hukukumuzda tanımlanmış olan başkaca sınırlı aynı haklar da mevcuttur. Bunların bir kısmı nitelikleri itibariyle GYO'nun portföy işletmeciliği faaliyetine uygundur. Oturma hakkı devredilemez nitelikte olduğundan portföy işletmeciliğine uygun olmamakla birlikte, kaynak hakkı ve taşınmaz yükü GYO'nun faydalanabileceği sınırlı aynı hak türlerindedir. Kaynak irtifakı bir gayrimenkul üzerinde bulunan kaynaktan başka bir kimse ya da gayrimenkulün faydalandırılmasını sağlayan bir sınırlı aynı haktır. Kişiye bağlı olarak kurulduğunda devredilebilir nitelikte olan kaynak hakkı, GYO lehine kurulduğunda, bunun bir

tasarruf işlemi ya da borçlandırıcı işlem vasıtasıyla devri GYO portföyü zenginleşebileceği gibi, GYO'nun kaynak hakkı yükümlüsü olması da hakkın lehtarından alınacak iratlar ile portföye artı değer sağlayabilecektir. GYO'nun gayrimenkulleri yalnızca devir amacıyla edinmediğini hatırd tutarak, portföydeki bir

5 gayrimenkul üzerinde otel işletmeciliği ile iştigal edecek bir proje yapıldığını düşünelim. Bu işletmenin ihtiyaç duyacağı su ihtiyacının, başka bir gayrimenkuldeki su kaynağından kaynak irtifakı yolu ile elde edilmesi, üstelik bu irtifakın eşyaya bağlı hak niteliğinde kurulması, söz konusu projeye önemli ölçüde değer katacaktır. Bu özellikleri düşünüldüğünde, kanunumuzda yer alan kaynak hakkının portföy

10 işletmeciliğinde gerek hak devrinden elde edilecek kazançta, gerekse gayrimenkul projesi geliştirilmesinde önemli katkıda bulunabileceği görülmektedir. Tebliğ md. 25'te yer almamakla birlikte, GYO portföyünün işletilmesinde kullanılacak, hukukumuzdaki sınırlı ayni haklardan bir diğeri de taşınmaz yüküdür⁴⁹⁵. Buna karşılık söz konusu hakkın portföy işletmeciliği faaliyetlerinin sayıldığı Tebliğ md.

15 25'te sayılmamış olması bu haklardan GYO'ların faydalanmasının önünü *de facto* emredici yolu ile kesmektedir.

2.2.1.2 Gayrimenkule Dayalı Nispî Haklar

GYO'nun portföy işletmeciliği faaliyetinin objeleri, esas itibariyle

20 gayrimenkule dayalı ayni haklar olmakla beraber, gayrimenkule dayalı nispi haklar da bu faaliyetin konusu olabilmektedir. Bu çerçevede, GYO gayrimenkule dayalı nispi haklardan, alacak haklarına yatırım yapabileceği gibi, yenilik doğurucu haklara da pekâlâ yatırım yapabilecektir.

2.2.1.2.1 Alacak Hakları

25 GYO'nun portföy işletmeciliği faaliyetinin konusunu oluşturan kalemlerin sıralandığı Tebliğ md. 25'te, alacak hakkı niteliğinde pek çok hususa değinilmektedir. Örneğin, sermaye piyasası araçları, banka mevduat hesabı, opsiyon sözleşmeleri vb. hususlara, ilgili maddede değinilmektedir. Bu saydığımız kalemler çoğunlukla alacak hakkı teşkil etmekle birlikte, gayrimenkule dayalı birer alacak

⁴⁹⁵ Kavram hakkında ayrıntılı açıklama için bk. OĞUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR, s. 683 vd.

5 hakkı oluşturmadıklarından, bu başlık altında değil, 2.3.1 no’lu “Para ve Sermaye Piyasasına Yatırım” başlığı altında değerlendirilecektir. Bu maddede sayılan yatırım kalemlerinden gayrimenkule dayalı alacak hakkı niteliğinde olanlar, yalnızca gayrimenkulün kiraya verilmesinden ya da kiralanmasından kaynaklanabilecek alacak hakları ile gayrimenkul satım vaadi sözleşmesinden kaynaklanabilecek haklardır ile, isminde “irtifak” geçmesine rağmen devremülk haklarıdır^{496 497}.

10 Bir gayrimenkul, GYO tarafından kiraya verilebileceği gibi, kiralanması da mümkündür. Aşağıda bu iki durum, ayrı ayrı ele alınacaktır. GYO’nun bir gayrimenkülü kiraladığı durumda, portföye bir alacak hakkı niteliğinde olan, o gayrimenkulün kullanılmasını kendisine bırakılmasını talep hakkı girmektedir. GYO zilyetliğini edindiği bir gayrimenkülü, alt kiraya vermek yöntemiyle değerlendirebilir. Tebliğ’in 25. maddesinin ilk fıkrasının j bendinde, “*kira geliri elde etmek amacıyla üçüncü şahıslardan gayrimenkul kiralayabilir ve bunları tekrar* 15 *kiraya verebilir*” demek suretiyle, GYO’nun alt kira müessesesinden yararlanmasına imkân tanınmıştır. GYO’nun alt kiraya vermek suretiyle gelir elde etmek istediği gayrimenkullerin, 6570 sayılı Kanun kapsamındaki gayrimenkullerden olması durumunda, kiracı GYO’nun alt kiraya verme yetkisi olduğunun, kira sözleşmesinde mutlaka yer alması gerektiğinin hatırlatılması gerekmektedir. Aksi 20 takdirde, 6570 sayılı Kanunun’un emredici hükmü gereği GYO’nun, kiraladığı taşınmazı, altkiraya vermesi yasak olacaktır.

Tebliğ md. 29, GYO’nun kira sözleşmesinde kiracı konumunda olduğu hallerde, sözleşmenin tapu siciline şerhini zorunlu tutmuştur. Tapuya şerh

⁴⁹⁶ BELEN, s. 283, Yazar, Tebliğ’de nispi haklara yapılacak yatırımlardan yalnızca, kira sözleşmesine yer verilmiş olduğunu tespit etmekte ve bu durumu eleştirmektedir. Tebliğin 25. maddesinde, gayrimenkule dayalı alacak haklarından sayılabilecek nitelikte kira sözleşmesinin yanı sıra, gayrimenkul satım vaadi sözleşmesinin ve devre mülk hakkının da sayılması gerektiğini düşünmekle beraber, yazarın gayrimenkule dayalı alacak haklarının, Tebliğ’in ilgili maddesinde yeterince yer almadığı hususundaki görüşüne katılmaktayım.

⁴⁹⁷ GYO’nun yapabileceği işlemler arasında, Tebliğin 29. maddesinde tapuya şerhi zorunlu sözleşmeler bahsinde, rehinli alacağın serbest dereceye ilerleme hakkı sayılmaktadır. Esasen rehinli alacağın serbest dereceye ilerlemesine ilişkin sözleşme de GYO lehine bir alacak hakkı yaratmaktadır. Boş dereceye ilerleme hakkı, alacak hakkına bağlı ferî nitelikte bir haktır. Buna rağmen, boş dereceye ilerleme hakkını alacak hakları başlığı altında incelemememin sebebi, söz konusu sözleşmenin portföy işletmeciliği amacı ile değil de teminat amacı ile yapılıyor olmasıdır. Aynı yönde bk. yukarıda 2.2.1.1.2 no’lu başlık altındaki açıklamalarımız.

zorunluluğu, kira sözleşmesinin nispi niteliğinin, GYO'ya zarar vermesi ihtimalinin önüne geçilmesi amacıyla, şerhin eşyaya bağlı hak ve munzam hak etkisinden yararlanılabilmesi amacıyla getirilmiştir⁴⁹⁸. Şerhin, nispi hak üzerinde yarattığı bu etkiler vasıtasıyla, GYO'nun alt kira sözleşmesinden kaynaklanan borcunu eksiksiz ifa etmesinin sağlanması amaçlanmaktadır. Yani kanımca Tebliğ md. 29'un *ratio legis*'i, kiralanan gayrimenkul üzerinde aynı hak sahibi olan kimselerin bu haklarını, GYO'nun kira sözleşmesinden kaynaklanan nispi hakkını kullanmasını engelleyecek şekilde kullanmalarının önüne geçebilmektir. Bu *ratio legis* göz önünde bulundurularak, GYO'nun kiraladığı gayrimenkulü, alt kiraya vermemesi ihtimalini de değerlendirmek gerekmektedir. Esasen, GYO tarafından kiralanan gayrimenkul portföyde yer almakta ise, söz konusu gayrimenkulün alt kiraya verilmesi gerekecektir, zira GYO'nun zilyetliğini edindiği gayrimenkul içinde başka herhangi bir ticari, sınaî ya da zirai faaliyette bulunması Tebliğ md. 24/f.I/b(b) uyarınca mümkün değildir. Yine de istisnaen GYO'nun kiraladığı gayrimenkulü işletme merkezi olarak kullanmasının mümkün olduğunu hatırdaki bulundurmada fayda vardır. Bu takdirde, GYO kiraladığı gayrimenkulü alt kiraya vermeyecektir. O halde, yukarıda açıklanan *ratio legis*'e olan ihtiyaç da ortadan kalmış olacaktır. Kanımca bu durumda dahi, Tebliğ md. 29 uyarınca, kira sözleşmesinin tapuya şerh verilmesi zorunlu olarak görülmelidir, zira bu halde de, GYO'nun, işletme merkezini kira müddeti boyunca, aynî taleplere maruz kalmaksızın kullanabilmesi mümkün olacaktır, bu da ortaklığın faaliyetlerinde aksama olmamasını sağlayacaktır.

GYO'nun kiracı olduğu kira sözleşmesinin, şerh verilmesi zorunluluğu kanımca, söz konusu işlemin geçerlilik şartı niteliğinde değildir. Yani, tapu siciline şerhi verilmemiş kira sözleşmelerinin, geçersiz olduğundan bahsedilmeyecektir. Bu hüküm, yalnızca GYO'ya bir davranış yükümlülüğü getirmektedir. Bu davranış yükümlülüğü, GYO'nun kiracı olacağı sözleşmeleri müzakere ederken, sözleşmenin tapuya şerh verilmesi hususunun da kiraya veren ile görüşülmesi ve bu hususta anlaşılacak, tapu da şerhin yaptırılması yönündedir. Bu yükümlülüğün GYO tarafından yerine getirilmemesi, 3. kişi kiraya veren ile yapılmış olan kira

⁴⁹⁸ BELEN, s. 284, OĞUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR, s. 209

sözleşmesini geçersiz hale getirmeyecek ise de, GYO'nun tebliğden kaynaklanan bir davranış yükümlülüğünü yerine getirmemiş olması sonucu, SPK denetimlerinde bir takım yaptırımlar ile karşılaşmasına sebebiyet verecektir.

5 GYO'nun bir gayrimenkulü kiraya verdiği durumda, portföye, söz konusu gayrimenkule ilişkin kira sözleşmesinden kaynaklanan dönemsel kira alacağı eklenmektedir. GYO maliki olduğu bir gayrimenkulü kiraya verebileceği gibi, kiraladığı bir gayrimenkulü, altkira sözleşmesi ile başka bir kimseye devmesi de söz konusudur. Tebliğ md. 25/f.I/b(b) *“kira geliri elde etmek maksadıyla ofis, 10 konut, iş merkezi, alışveriş merkezi, hastane, otel, ticari depolar, ticari parklar ve buna benzer gayrimenkulleri satın alabilir”* ifadesiyle, GYO'nun maliki olduğu bir gayrimenkulü kira sözleşmesi aracılığı ile devredebilmesine cevaz vermektedir.

Tebliğ md. 25/f.I/b(b)'nin ikinci cümlesi uyarınca, GYO *“otel, hastane veya 15 buna benzer faaliyete geçirilebilmesi için belirli asgari donanım ihtiyacı duyan gayrimenkullerin kiraya verilmeden önce tefrişini temin”* edebilir. Bende göre GYO bir gayrimenkulü belirli bir amaca uygun olarak işletilebilmesi için bizzat döşeme (Tebliğ'in ifadesine göre “tefriş”) yani mobilya alıp yerleştirme yetkisine sahiptir. Kanımca bentteki *“tefriş”* ifadesini, dar anlamda mobilya alıp yerleştirmekten daha 20 geniş olarak anlamak gerekmektedir. Gayrimenkulün tefrişi sağlanırken gerektiğinde, gayrimenkulün özgülendiği amaca yönelik olarak bir takım odaların birleştirilmesi ya da bir duvar ile ayrılması ve buna benzer küçük inşaat işlerinin de tefriş kapsamında değerlendirilmesi gerekmektedir. Ne var ki, bu “küçük” inşaat işlerinin, büyükçe bir restorasyon niteliğine de bürünmemesi gerekmektedir. Zira, Tebliğ md. 36/f.I 25 uyarınca GYO, portföyünde yer alan gayrimenkullerin inşaat işlerini bizzat yapma yetkisine sahip değildir.

Kanımca Tebliğ md. 25/f.I/b(b)/c.2'de yer alan *“tefriş”* izni, inşaat yasağının bir istisnası niteliğindedir. Kiraya verilecek gayrimenkulün, özgülendiği (yeni) 30 amaca uygun olarak işletilebilmesi için asgari bir donanım ihtiyacı duyması halinde, bu donanım, ufak inşaat işlerini de içerecek şekilde, GYO tarafından bizzat

sağlanabilecektir. Burada Tebliğ md. 36/f.I’de yer alan inşaat yasağının istisnası iki şarta bağlanmaktadır; (i) gayrimenkulün özgülendiği amaca uygun olarak işletilebilmesi için asgari bir donanım ihtiyacı duyulması, (ii) gayrimenkulün kiraya verilmek amacıyla işletilecek olması. O halde, Bu şartlardan ikisini birden (kümülatif olarak) barındırmayan bir gayrimenkulün, örneğin mülkiyetin devri amacıyla portföyde mülkiyeti bulunan bir gayrimenkulün, GYO tarafından bizzat tefriş edilmesine izin verilemeyecektir. Madde sistematigi açısından değerlendirildiğinde, GYO’nun mülkiyetini edinmek yerine kiralamış olduğu ve üçüncü bir kimseye alt kiraya vereceği bir gayrimenkulü de bizzat tefriş edemeyeceği, bunu mutlaka müteahhit vasıtası ile yapması gerektiği sonucuna varmak gerekir. Yukarıda da belirttiğim üzere, Tebliğ md. 25, GYO’nun mülkiyetini edindiği bir gayrimenkulü kiraya vermesi ile kira sözleşmesi ile zilyetliğini edindiği bir gayrimenkulü alt kiraya vermesi hususlarını iki ayrı bentte (sırasıyla b ve j) düzenlemektedir. Gayrimenkulün kiraya verilmesinden evvel tefriş edilmesi istisnası yalnızca b bendinde, yani mülkiyeti edinilen gayrimenkulün kiraya verilmesinin düzenlendiği bentte ele alınmıştır. İstisna hükümlerinin dar yorumlanması ilkesinden yola çıkarak, Tebliğ koyucunun iradesinin bu istisnayı yalnızca mülkiyeti edinilen gayrimenkullerin kiraya verilmesine hasretmek olduğu yorumu yapılmalıdır. Özetle, bir kira sözleşmesi vasıtası ile zilyetliği elde edilen gayrimenkulün alt kiraya verilmeden evvel tefriş edilmesine Tebliğ izin vermemektedir.

GYO’nun portföy işletmeciliği faaliyetinin objesi olabilecek ve Tebliğ md. 25’te sayılan alacak haklarından ikincisi, gayrimenkul satım vaadi sözleşmesinden kaynaklanabilecek haklardır. Gayrimenkul satım sözleşmesinin bir ön akdi olan gayrimenkul satım vaadi sözleşmesi, her bir tarafa diğerinden bir satım sözleşmesi yapılmasını talep hakkı tanımaktadır, ki bu hak bir alacak hakkı niteliğindedir. Yatırım faaliyetlerine ilişkin 25. maddede gayrimenkul satım vaadi sözleşmesine yalnızca iki bentte değinilmektedir. Tebliğ md. 25/f.I/b(c)’de GYO “*tapu kütüğüne şerh edilmiş gayrimenkul satım vaadi sözleşmesi akdetmek suretiyle ... arsa ve araziler alabilir*” ifadesi yer almaktadır. Tebliğ md. 25/f.I/b(d)’de ise, “*tapu kütüğüne şerh edilmiş gayrimenkul satış vaadi sözleşmesi akdedilen gayrimenkulleri kazanç elde etmek amacıyla*” satabileceği hükme bağlanmaktadır. Tebliğ GYO’nun ön sözleşmede, satmaya ya da almaya yönelik bir irade beyanında bulunma vaadi

verilmesine göre bir ayırım yapmıştır. Ön sözleşmede satma iradesi vaadinde bulunulması ihtimali d bendinde düzenlenirken, alma iradesinin vaat edilmesi hali c bendinde düzenlenmektedir. Bu iki halde de satım vaadi sözleşmesinin tapuya şerhinin verilmesi zorunluluğu hükme bağlanmıştır. Yine de iki düzenleme arasında

5 bir fark mevcuttur. Satım yönünde irade beyanının vaat edildiği hali düzenleyen d bendinde genel olarak “gayrimenkuller” ifadesi kullanılmış olmakla birlikte, c bendinde hususiyetle “*arsa ve arazileri*” satmak ifadesi, Tebliğ koyucu tarafından tercih edilmiştir. Bendin ifadesine sıkı sıkıya bağlı kalacak olursak, GYO’nun, bina ve kat mülkiyetine tabi bağımsız bölümleri satmak amacıyla gayrimenkul satım

10 vaadi sözleşmesi yapmasına imkân tanınmadığı sonucuna varmak gerekecektir. Ne var ki, GYO’nun portföy işletmeciliği faaliyeti esnasında, gayrimenkul satım vaadi sözleşmesinden kaynaklanan alacak haklarına yatırım yapmasına bina ve kat mülkiyetine tabi bağımsız bölümler için izin verilmemesinin *ratio legis*’ini anlamak mümkün gözükmemektedir. Kanımca hükmün, açıklayıcı yorum vasıtası ile,

15 GYO’nun bu gayrimenkul türlerini de satmak yönünde satım vaadi sözleşmesi yapabilmesine izin verecek şekilde yorumlanması gerekmektedir.

GYO’nun portföy işletmeciliği faaliyetinin objesi niteliğini taşıyabilecek sınırlı alacak haklarından, Tebliğ md. 25’te zikredilen sonuncusu, “devre mülk irtifakıdır”. Gerek GYO Tebliği md. 25’te, gerek devre mülkün düzenlendiği Kat Mülkiyeti

20 Kanunu’nda, devre mülk hakkı, devre mülk “*irtifakı*” olarak adlandırılmaktadır. Devre mülk hakkının alacak hakkı olmasına rağmen, irtifak olarak isimlendirilmesi, doktrinde eleştirilmektedir⁴⁹⁹. Hak, bir alacak hakkı niteliğinde olduğundan, alacak hakları başlığı altında değerlendirilmektedir. Tebliğ md. 25/f.I/b(f) hükmüne göre

25 GYO “gayrimenkuller üzerinde devre mülk irtifakı” kurabilir. Kat mülkiyeti kanununun 57 vd. maddelerinde devre mülk hakkı düzenlenmektedir. Devre mülk sistemi, paylı mülkiyet ile sahip olunan bir gayrimenkulden, paydaşın zaman açısından faydalanma (alacak hakkı sağlama) esaslarını düzenler. Bu sistemin kat mülkiyetine tabi ve mesken niteliğini taşıyan gayrimenkullerde öngörülmesi halinde,

30 devre mülk hakkının resmi bir senet ile tespit edilerek gayrimenkulün tapu sayfasındaki beyanlar sütununda gösterilmesi ile kat mülkiyeti kanunu anlamında

⁴⁹⁹ Devre mülk hakkının kanunda bir “irtifak” türü olarak düzenlenmiş olmasının eleştirisi için bk. OĞUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR, s. 561, 562

devre mülk “irtifaki” kurulmuş olmaktadır. Şu halde mesken niteliğın taşımayan veya kat mülkiyetine konu olmayan gayrimenkuller üzerinde kat mülkiyeti kanunu anlamında devre mülk “irtifaki” kurulması imkânı yoktur. Buna göre GYO portföyüne eklediğı, kat mülkiyetine tabi bir binada bulunan ve mesken olarak 5 özgülenmiş bağımsız bölümler üzerinde paylı mülkiyete bağılı devre mülk “irtifaki” kurmak ve bu irtifakın devri yolu ile ticari kazanç elde etmek yoluyla portföyünü işletebilir.

2.2.1.2.2 Yenilik Doğurucu Haklar

Tebliğ’in, portföy işletmeciliğinin objelerini sıraladığı 25. maddesinde, 10 gayrimenkule dayalı yenilik doğurucu haklardan bahsedilmemektedir. İlk bakışta gayrimenkule dayalı yenilik doğurucu hakların GYO’nun portföyünde yer alması Tebliğ hükmü ile engellenmiş gibi gözükabilir. Ne var ki, bu haklar portföyün zenginleşmesine katkıda bulunabilecek, ekonomik değeri olan haklardandır. Nitekim Tebliğ md. 25’te açıkça bu haklara yatırım yapılabileceğı zikredilmemekle birlikte, 15 “tapuya şerhi zorunlu sözleşmeler” başlıklı, 29. madde hükmünden, ortaklığın şufa, vefa ve iştirâ gibi yenilik doğurucu hakları yaratan sözleşmelere taraf olabileceğı anlaşılmaktadır. Şöyle ki, maddede GYO lehine şuf’a (önalım), vefa (gerialım) ya da iştirâ (alım) hakkı⁵⁰⁰ verildiğı takdirde, bu sözleşmenin tapuya şerh verilmesi zorunluluğı getirilmektedir. Böyle bir zorunluluk getirildiğine göre, söz konusu 20 haklar Tebliğ md. 25’te açıkça belirtilmiş olmasa dahi bu haklara yatırım yapılabilecektir.

Portföy işletmeciliğı faaliyetlerinin sıralandığı 25. maddede genel olarak şuf’a, vefa ve iştirâ haklarından bahsedilmiyor olması, buna mukabil Tebliğ md. 29’da yalnızca “ortaklık lehine ... şuf’a, vefa, iştirâ” haklarından bahsediliyor olması, ilk 25 bakışta GYO’nun şuf’a, vefa, iştirâ hakkı yükümlüsü olduğı sözleşmelere yatırım yapılmasına cevaz verilmediğı izlenimini doğurabilir. Kanımca, hükmün, GYO’nun

⁵⁰⁰ Bu haklara uygulanacak hükümler, çoğunlukla GYO’nun tarafı olacağı sözleşme ile belirlenecek olmakla birlikte, asgari düzeyde kanunla da düzenlenmiştir. Şuf’a, vefa ve iştirâ haklarına ilişkin kanuni hükümler, çalışmamın sınırlarını aşmakta olduğundan, aşağıda bu hususlara değinilmeyecektir. Bu haklara ilişkin açıklamalar için bk. **ÖGUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR**, s. 420 vd.

şu'fa, vefa, iştirah hakkı yükümlüsü olmasına imkân tanımayacak şekilde yorumlanmaması gerekmektedir. Bu imkân gayrimenkule dayalı portföyünü, öncelikli olarak gayrimenkule dayalı haklara yatırım yaparak işletecek olan GYO'ya yararlı bir enstrüman sağlamaktadır.

- 5 O halde, Tebliğ md. 29'un, yalnızca GYO lehine şu'fa, vefa ve iştirah haklarına hasredilmiş olmasını ne şekilde yorumlamak gerekmektedir? Kanımca ifadenin yorumunu, ilgili maddenin başlığını ve bununla bağlantılı olarak *ratio legis*'ini göz önünde bulundurarak yapmak gerekmektedir. Maddenin başlığının, “*tapuya şerhi zorunlu sözleşmeler*” olmasından yola çıkarak, maddenin *ratio legis*'inin GYO'nun
- 10 portföy işletmeciliği faaliyeti esnasında hangi yenilik doğurucu haklara yatırım yapabileceğini düzenlemek olmadığı, bir portföy işletmeciliği faaliyeti olsun olmasın, GYO'nun taraf olduğu sözleşmelerden hangilerinin tapuya şerh verilmesinin zorunlu olduğunu göstermek olduğu anlaşılmaktadır. Madde, ortaklığa sadece kendi lehine şufa, vefa ya da iştirah hakkı tanınan sözleşmeler olduğu takdirde
- 15 şerh verdirme zorunluluğu getirmektedir⁵⁰¹. Hükümün mevhumu muhalifinden anlaşılması gereken, GYO, bir sözleşmede şu'fa, vefa ya da iştirah haklarının lehtarı değil, yükümlüsü ise sözleşmenin tapuya şerhinin zorunlu olmadığıdır. Bu açıklayıcı yorum uyarınca, madde, sözleşmenin tapuya şerhi zorunluluğunu getirmemekle birlikte, GYO'nun üçüncü kişiler lehine şu'fa, vefa ya da iştirah hakkı vermesinin
- 20 önüne geçmemektedir.

2.2.2 Gayrimenkule Dayalı Projelere İlişkin Yatırım

- Yukarıda ayrıntısı ile açıklandığı üzere, GYO, gayrimenkule dayalı ayni ve nispi haklara yatırım yapabilmektedir. Böyle bir yatırım yapıldığında, GYO gayrimenkul ticaretinden kâr elde etmek amacı gütmektedir. Başka bir deyişle,
- 25 gayrimenkul üzerinde edinilen hakkın ya da zilyetliğin, kısmen ya da tamamen başkasına devrinden kâr elde etmek hedeflenmektedir. Esasen, GYO, gayrimenkule

⁵⁰¹ Tebliğ md. 29'da getirilen bu şerh zorunluluğunun, sözleşmenin geçerlik şartlarından olmadığı, yalnızca sermaye piyasası hukuku açısından GYO'ya bir davranış yükümlülüğü getirdiği hakkında yukarıda 2.2.1.2.1 no'lu başlık altındaki açıklamalar, bu yenilik doğurucu hakların şerhi zorunluluğu için de geçerlidir.

dayalı bir projeye yatırım yaptığı takdirde de nihai amaç değişmemektedir. Hedeflenen, yine gayrimenkul üzerinde edinilmiş olan bir hakkın ya da zilyetliğin, kısmen ya da tamamen bir başkasına devrinden kar elde etmektir. Her iki yatırım türünde de temel hedef devir kârı elde etmek olmakla birlikte, projelere ilişkin yatırımları, yukarıda açıkladığımız gayrimenkul ticaretinden ayıran en önemli husus, üzerinde yatırım yapılan gayrimenkulün devir kârı elde edilmeden evvel, fiziken değiştirilmesinin, geliştirilmesinin amaçlanmasıdır. Hakkın GYO portföyüne girişi ile çıkışı arasında, gayrimenkul üzerinde yapılması planlanan fiziki değişiklikler, gayrimenkule dayalı projelere ilişkin yatırımların karakteristik özelliğini oluşturmaktadır. O halde gayrimenkule dayalı proje geliştirilmesine ilişkin yatırım faaliyetlerinin iki temel aşaması bulunmaktadır; bunlardan birincisi proje geliştirmek amacıyla bir gayrimenkul üzerinde hak ya da zilyetlik elde etmek, ikincisi de bu gayrimenkul üzerinde fiziki değişikliklerde bulunmak amacıyla, hukuki işlemler yapmaktır, ki bu ikinci aşama proje yatırımının karakteristik özelliğini oluşturmaktadır. Bu noktada hatırlatılması gereken bir husus, GYO'nun gayrimenkul projesi geliştirmesi faaliyetine ilişkin böyle bir ikili ayrımın, Tebliğ'de yer almadığıdır. Tebliğ'in genelinde hâkim olan yöntem olarak, örnekleme ile sayma, gayrimenkul projelerine ilişkin düzenlemede de tercih edilmiştir⁵⁰².

Yukarıda yapmış olduğum ayrım uyarınca, konuyu incelemeye geçmeden evvel, son tahlilde başkasına devredilmek amacıyla elde edilen hak ya da zilyetliğin, portföye girdiği andaki edinme maksadının, daha sonraki portföy yatırımları açısından bir önem arz edip etmediği hususuna değinmekte fayda görmekteyim. Bir örnek ile açıklayacak olursak; Tebliğ md. 25'te, izin verilen yatırım faaliyetleri sayılırken, ilgili c beninde açıkça "*proje geliştirmek maksadı ile arsa ve arazileri edinmek*" unsurundan bahsedilmektedir. O halde akla şu soru takılabilir, GYO portföyünde bulunup da proje geliştirilmek maksadı ile edinilmemiş olan bir gayrimenkul üzerinde, sonradan bir projenin geliştirilmesine, Tebliğ'ce izin verilmemekte midir? Benzer şekilde, mülkiyeti devir karı elde edilmek istendiğinde, Tebliğ'in aynı bendinde "*alım satım karı elde etmek*" maksadıyla edinilmiş

⁵⁰² BELEN, s. 219 Yazar konuya ilişkin eleştirisinde şu ifadeleri kullanmaktadır "*Kanun yapma tekniği açısından olumsuz bir yönle, bentler genelleme yapılarak değil, uygulamada görülen örneklerden akla gelenlerin sıralamasıyla oluşturulmuştur ... Tebliğin beş bent halinde saydığı proje geliştirme yolları, özensiz ve hukuki yapılanmayı göz ardı edercesine kaleme alınmıştır.*"

gayrimenkullerin, mülkiyeti devir karı elde etmek amacı ile işletilebileceği belirtilmektedir⁵⁰³. İlgili bent, bu iki düzenleme göz önünde bulundurularak ve bentlerin yalnızca ifadesine bağlı kalınarak yorumlanacak olursa, GYO portföyüne dâhil olan tüm gayrimenkullerin, mutlaka belirli yatırım faaliyetine (devir karı ya da

5 proje geliştirmeye) özgülenmiş olması ve bu özgülenme yönüne aykırı düşecek yatırım faaliyetlerine konu olamaması gerekir. Özetle, mülkiyeti devir karı maksadıyla edinilmiş bir gayrimenkul üzerinde daha sonradan bir proje geliştirilmesine imkân tanınmaması ya da proje geliştirmek maksadıyla edinilen bir gayrimenkulün sonradan mülkiyeti devir karı elde etmek amacıyla devredilmesine

10 izin verilmemesi gerekmektedir. Kanımca hükmün bu şekilde yorumlanması, yatırım faaliyetleri açısından oldukça kısıtlayıcı bir sonuç yaratabilecek ve GYO yöneticilerinin gayrimenkul piyasasında ya da diğer piyasalarda değişiklikler olduğunda, bu değişikliklere kısa zamanda uyum sağlamalarını engelleyecek niteliktedir. Oysa hükmün *ratio legis*'i böyle bir sonucu öngörmemektedir.

15 Elbette, portföyün uzman portföy yöneticisi tarafından işletilmesi ilkesi gereğince, portföye dahil edilen gayrimenkullerin belirli bir amaç doğrultusunda devralınması ve bu amaca uygun olarak hareket edilmesi beklenmelidir⁵⁰⁴. Başka bir deyişle, uzman portföy işletmecisinin, GYO adına ve hesabına, gayrimenkul edinirken öngörülü davranmaları beklenmektedir, esasen hükmün altında yatan *ratio*

20 *legis* de portföy işletmecisinin bu öngörülü davranma yükümlülüğünü yerine getirmesini sağlamaya yöneliktir. Ancak hükmün ifadesine sıkı sıkıya bağlı bir yorum yapıldığı takdirde, ona *ratio legis*'inin hiç de öngörmediği anlamlar yüklenebilir. Kanımca, kural olarak (ve hükmün *ratio legis*'i de göz önünde bulundurularak) GYO'nun gayrimenkulü üzerindeki tasarrufları, edinme anındaki

25 maksadı doğrultusunda olmalıdır. Yine de istisnaen, GYO'nun içinde bulunduğu piyasa şartları gerektirdiği takdirde, devir karı elde etmek maksadıyla edinilmiş bir gayrimenkul üzerinde sonradan proje geliştirilebileceği gibi, proje geliştirmek

⁵⁰³ GYO'nun yatırım faaliyetlerini düzenleyen 25. maddenin yalnızca c beninde değil, b, d, e, f bentlerinde de gayrimenkul üzerindeki hakkın portföye dahil edilmesindeki "*maksat*" ya da "*amaç*"tan bahsedildiği görülmektedir.

⁵⁰⁴ Belen, gayrimenkulün portföye dahil edildiği andaki işletme maksadı doğrultusunda işletilmesini "*edinme amacı doğrultusunda faaliyet ... ilkesi*" olarak adlandırmakta ve bunun temel ilkelerden olduğunu savunmaktadır. Bk. **BELEN**, s. 231

maksadıyla edinilmiş bir gayrimenkul de mülkiyeti devir karı elde etmek amacıyla satılabilmelidir.

GYO'nun, gayrimenkulün edinme anındaki maksadın dışında faaliyette
5 bulunmasının gerekebileceği hallere birer örnek verelim. Portföye, mülkiyeti devir
karı elde etmek amacıyla bir tarım arazisi dâhil edildiğini düşünelim. Gayrimenkul,
portföyden çıkartılmadan evvel gayrimenkulün bulunduğu bölgede imar planı geçmiş
olsun. Yalnızca, söz konusu arazinin portföye dahil edildiği tarihte, buranın imara
açılacağı bilinmiyor olması sebebiyle, portföy işletmecilerinin bu bölgeye bir
10 konut projesi yapmaktan mahrum bırakılması, GYO portföyünü büyük kardan
yoksun kalmasına sebep olabilecek niteliktedir. Gayrimenkul piyasasında meydana
gelen bu değişikliğe, portföy işletmecilerinin ayak uydurmasına imkân tanınması,
GYO portföyünün daha verimli şekilde işletilmesine katkıda bulunacaktır. Aksi
durumu düşünelim; üzerinde proje geliştirmek maksadıyla bir gayrimenkul portföye
15 dahil edilmiş olsun. Tebliğ md. 27/f.I/b(d) uyarınca portföy değerinin %10'unu
aşmamak şartıyla, üzerinde proje geliştirilmek maksadıyla edinilen gayrimenkuller,
edinme tarihinin üzerinden 5 yıl geçmesine rağmen, projesi üzerinde bir tasarruf
yapılmaksızın portföyde tutulabilecektir. Bu şartları haiz bir gayrimenkulün
edinilmesinden, diyelim ki 10 yıl sonra, GYO nakit ihtiyacına düşebilir. Bu durumda
20 GYO için, örneğin teminat göstererek bankadan kredi almaktansa, projenin
devredilmesi daya uygun olabilir. O halde, makul bir süre içinde bitirilemeyeceği
öngörülüyor olmasına karşın, yalnızca proje geliştirmek maksadıyla edinildiği
gereğiyle söz konusu gayrimenkulün devredilmesine engel olunması GYO
portföyünü koruyucu nitelikte bir tavır olmayacaktır. Kanımca, bu örneklerde ve
25 benzeri durumlarda GYO portföyünün korunmasını sağlamak amacıyla, Tebliğ'de,
istisnaen maksat dışı faaliyette bulunulabileceği hususunun hükme bağlanmasında
fayda vardır. Böylece bir yandan portföy işletmecilerinin ellerindeki yatırım
olanakları artırılmış olur, bir yandan da bu durumun istisnai olduğunun belirtilmesi
ile hükmün bugün koruduğu *ratio legis*'e hâle gelmemiş olur. Tabi ki, böyle bir
30 hususun Tebliğ'de hüküm altına alınması halinde, istisnai halleri, yani gayrimenkul,
finans ya da benzeri piyasalarda meydana gelen değişiklikleri ya da GYO'nun içinde
bulunduğu istisnai durumu tespitite, portföy işletmecilerine takdir yetkisinin verilmesi

gerekecektir. Yoksa bu hallerin tebliğ koyucunun âdeti olduğu üzere kazüistik bir yöntemle sıralanması uygun olmayacaktır.

Yukarıda tahlil edilen, gayrimenkulün portföye dâhil edilmesi tarihinde, belirlenen yatırım maksadına uygun hareket edilmesi ilkesinin uygulanmasında akla takılabilecek bir diğer soru da, gayrimenkulün portföye dâhil edildiği tarihte öngörülen projenin sonradan değiştirilip değiştirilemeyeceğidir. Şöyle ki, portföye dâhil edilen gayrimenkul, proje geliştirilmesi maksadı ile portföyde tutulmakla beraber, portföye giriş tarihinde öngörülmüş olan projeden başka bir projenin gayrimenkul üzerinde gerçekleştirilebilmesine, Tebliğ tarafından izin verilip verilmediği üzerinde durmak gerekmektedir. Kanımca bu soruya verilecek cevap yukarıda ilke incelenirken getirmiş olduğum çözümden farklı olmayacaktır. Şöyle ki, bir gayrimenkul üzerinde yapılacak projenin değiştirilmesine ilişkin karar, GYO'nun portföy işletmecileri tarafından alınacaktır. Burada da Tebliğ'in, yukarıda yapmış olduğum yoruma paralel olacak şekilde, istisnaen piyasa şartları gerektirdiğinde, portföy işletmecilerine, yeni şartlara uygun şekilde projeyi değiştirme olanağı tanınması gerekmektedir. Portföy işletmecileri, piyasa şartlarının değişmesi sebebiyle öngöremedikleri bir sebepten ötürü projenin değiştirilmesine karar verdikleri ve bu kararlarının uzun vadeli olarak GYO'nun yararına olduğunu tespit ettikleri, sürece projeyi değiştirmelerine olanak sağlanmalıdır. En nihayetinde bu karar, GYO'nun bir zararından kurtulmasını sağlayacak ya da daha karlı olan bir yatırımı kaçırmamasının önüne geçebilecek nitelikte olacaktır. Bir örnekle durumu açıklamaya çalışalım. X GYO'nun İstanbul'un Levent semtinde bulunan bir gayrimenkul üzerinde, alışveriş merkezi yapılmasını konu alan bir projesi olduğunu düşünelim. Bu proje, söz konusu gayrimenkulün portföye girişi tarihinde öngörülmüş olup, 10 yıldır tamamlanamamış olsun. Geçtiğimiz 10 yıl içinde, bu semtte alışveriş merkezine ilişkin olarak gayrimenkul piyasası oldukça değişmiş olup, bu alanda bir arz fazlası meydana gelmiştir. X GYO'nun portföy işletmecileri bu bölgede sağlık hizmetleri veren bir kompleksin eksik olduğu ve bu alanda karlılığın yüksek olabileceğini tespit etmiş olsunlar. Karlılığının önemli oranda düşmüş olduğu aşikâr olan alışveriş merkezi projesinin, GYO'ya getirisinin çok daha yüksek olacağı kuvvetle muhtemel olan hastane projesine çevrilmesine izin verilmesi gerekmektedir. İstisnai olarak, böyle bir

değişikliğe izin veriliyor olması, portföy işletmecisinin değişen piyasa koşullarına uyum sağlamak suretiyle, GYO'nun karlılığını artırmasını kolaylaştıracaktır⁵⁰⁵.

5 Tebliğ'in yatırım faaliyetlerine ilişkin maddesinde, özellikle de proje geliştirilmesine ilişkin bentlerde, sıkça yer alan yatırım "amacı", "maksadı" ifadelerinin ne şekilde yorumlanması gerektiğini bir bütün halinde inceledikten sonra, aşağıda, üzerinde proje geliştirilmesine Tebliğ'ce izin verilen gayrimenkuller ile geliştirilecek projeleri yüklenecilerle GYO arasındaki hukuki ilişkilerin neler olabileceğine ilişkin hususlar ayrıntısıyla değerlendirilecektir.

2.2.2.1 Üzerinde Proje Geliştirilebilecek Gayrimenkuller

2.2.2.1.1 Üzerinde Aynı Hak Bulunan Gayrimenkul

2.2.2.1.1.1 Mülkiyet Hakkı

10 GYO istisna akdi (veya yapma borcu içeren diğer bir akit) vasıtasıyla eser inşa ettireceği gayrimenkul üzerinde tek başına mülkiyet hakkına sahip ise, mülkiyet hakkının vermiş olduğu *usus* yetkisi aracılığıyla gayrimenkulün zilyetliğini müteahhide devredebilecektir. GYO'nun mülkiyet hakkına sahip olduğu gayrimenkuller üzerinde proje geliştirebileceği, Tebliğ'de de vurgulanmıştır. Tebliğ
15 md. 25/f.I/b(c) hükmü uyarınca GYO "*mülkiyetini edinerek ... kat irtifakı tesisi suretiyle proje geliştirmek maksadıyla arsa ve arazileri alabilir.*" Maddenin bu bendi incelenirken iki husus dikkati çekmektedir. Bunlardan birincisi, gayrimenkul

⁵⁰⁵ Belen de, gayrimenkul projesinin sonradan değiştirilip değiştirilemeyeceğine ilişkin meseleye değinmiş ve böyle bir değişiklik yapılmasına ihtiyaç duyulabileceğini kabul etmiştir. Yine de, proje değişikliği yapılabilecek hallerle ilişkin genel nitelikli bir kriter getirmekten kaçınmıştır. **BELEN**, s. 233, Yazar, proje değişikliğinin haklı sayılabileceği ihtimallerden birine örnek getirmek suretiyle görüşünü savunmaktadır. Bu örnekte GYO'nun öngörmüş olduğu projeyi değiştirmesine olanak sağlanabilecek hallerden biri "*vazgeçilen projenin [...] masraflarının, kabul edilen yeni projenin karlılığı karşısında, göz ardı edilebilecek miktarda olması*" halidir. Bu ihtimalde projenin değiştirilebilmesine izin vermek gerekliliği açıktır. Yine de, her durumda bu kriterin yerine gelmesi gerekmediği akılda tutulmalıdır. Bazı durumlarda, hali hazırda yapılmış olan masraflar, yeni projenin karlılığından önemli ölçüde az olmasa dahi projenin değiştirilmesi istenebilecektir.

mülkiyetinin edinilmesi anındaki maksadın proje geliştirilmesine imkân sağlamada oynayacağı rol, diğeri ise proje geliştirilmesinde kat irtifakı kurma zorunluluğunun getirilmiş olmasıdır.

- 5 Yukarıda, üzerinde proje geliştirilecek gayrimenkulün, mülkiyetinin *kural olarak* proje geliştirme maksadıyla edinilmesi gerektiği hakkındaki görüşlere yer vermiştik. Uzman portföy yönetimi ilkesi çerçevesinde, GYO'nun öngörü ile yatırım yapması gerektiği açıktır. Bu çerçevede GYO'nun proje geliştirmek amacıyla gayrimenkul mülkiyeti edinmesinde takip edilebilecek bir yöntemi açıklayalım.
- 10 Gayrimenkul projeleri fiziki ve hukuki birçok faktörü göz önünde bulundurmak gereken çalışmalardır. GYO bir arazi üzerinde proje geliştirmek niyetiyle bir bölgede araştırma yapmaya başladığında, tasarlanan projeye ilk bakışta uygun gözükebilecek bir arazinin sonradan, bir takım fiziki ya da hukuki gerekçelerle bu projeye uygun olmadığı anlaşılabilir. Arazinin, öngörülen projeye fiziki ve/veya hukuki açıdan
- 15 uygun olup olmadığının belirlenmesi, nispeten uzun bir süre de alabilir. İlk bakışta uzman portföy yöneticiliği ilkesi çerçevesinde, böyle bir aksaklığın önüne geçmeyi amaçlayan GYO'nun, söz konusu gayrimenkulün mülkiyetini edinmeden evvel, geliştirilen projeye arazinin fiziki ve hukuki açıdan uygun olup olmadığının araştırılması gerektiği söylenecektir. Nispeten uzun süreler alabilecek böyle bir
- 20 araştırmaya girildiğini düşünsek bile, bu araştırma nihayete ermeden ve GYO gayrimenkulün mülkiyetini edinmeden evvel, gayrimenkulün başkasına devri riski söz konusu olacaktır. Öncelikle gayrimenkulün mülkiyetinin edinilmesi ve sonradan bu arazinin projeye uygun olmadığı anlaşılmasında olduğu kadar, gayrimenkulün mülkiyetinin edinilmesindeki gecikme sebebiyle, arazinin projeye uygun olduğu
- 25 anlaşılrsa dahi edinilememesinde de GYO'nun büyük zararı olacaktır. Bu ihtimallere başvurup bu riskleri almaktansa, GYO ilgilendiği arazi üzerinde ihtiyacı olduğu kadar süre için alım hakkı edinebilir⁵⁰⁶. Malik ile yapılacak bir sözleşme sonucu edinilecek alım hakkı, hem mülkiyetin edinilmesi için ayrılacak olandan daha az bir semen gerektirecek, hem de gayrimenkulün projeye uygun olduğunun anlaşılması
- 30 anında, GYO'nun mülkiyeti edinebilmesini garanti altına alacaktır. Üstelik Tebliğ

⁵⁰⁶ Amerikan uygulamasında bu yönde opsiyon "*option*" sözleşmelerinden faydalanıldığı hakkında bk. BRUEGGEMAN/FISHER, s. 468, 469

md. 29 uyarınca alım hakkının tapu kütüğüne şerhi zorunluluğu olduğundan, bu hakkın sonraki maliklere karşı ileri sürülmesi mümkün olacaktır.

Gayrimenkul projesi geliştirilmesine ilişkin Tebliğ md. 25/f.I/b(c) hükmünün incelenmesinde akla takılan bir diğer sorun da, proje geliştirme faaliyetinin kat irtifakı kurma yoluyla yapılması şartının getirilmiş olmasıdır. Konut ya da alışveriş merkezi üretmek amacıyla geliştirilen projeler haricinde, örneğin, hastane binası, otel vs. üretmek amacıyla yapılan projelerin, sonradan kat mülkiyetine çevrilmesi ihtiyacı olmadığı için, bu tür projelerin geliştirilmesinde kat irtifakı tesis etme şartının getirilmesi anlamlı olmayacaktır⁵⁰⁷. Kaldı ki, kat mülkiyetine geçilecek bir projede dahi, bunun kat irtifakına geçilmek yoluyla yapılması zorunluluğu yokken, kat mülkiyetine geçme amacı güdülsün güdülmesin, GYO'nun tüm projelerinde kat irtifakı tesis ettirme şartının aranmasının nedenlerini anlamak mümkün değildir⁵⁰⁸. Belen, hükmü “düzeltici yoruma” tabi tutmak suretiyle, kat irtifakının yalnızca “GYO lehine güvence oluşturduğu noktalarda” kurulacağını savunmaktadır⁵⁰⁹. Ben, yazarın bu yorumuna katılmamaktayım. Kat mülkiyetinin kurulmasından evvel, kat irtifakı tesis edilmesi imkânının tanınmasının sebebi, mükerrer satımlar yapmasının önüne geçmektir. GYO'nun gayrimenkul projesini kendi yürüttüğü durumda, üzerinde kat mülkiyeti kurulacak gayrimenkulde, GYO'nun mükerrer alıcı olması söz konusu değildir, belki mükerrer satımlarda satan durumunda bulunabilir. Tebliğ'in ilgili hükmü de, kanımca GYO'nun mükerrer satımlarda satıcı olmasını ihtimalinin önüne geçmeyi, başka bir deyişle GYO'nun müşterisini korumayı amaçlamaktadır. Bu yolla GYO'ların güvenilirliğini artırmak da amaçlar arasında düşünülebilir. O halde, hükmün düzeltici yorumunda “GYO lehine güvence olan hallerde” irtifak hakkı kurulacağı yönünde yapılacak bir yorum eksiklikler barındırmaktadır. Kanımca hükmün “düzeltici yorumu” şu şekilde olmalıdır; gayrimenkul projesi eğer kat mülkiyetinin kurulmasını gerektiriyorsa, projenin mutlaka kat irtifakı yolu ile geliştirilmesi gerekmektedir, buna karşın eğer proje niteliği itibariyle kat mülkiyetine konu olmayacak ise kat irtifakının kurulması zorunlu tutulmamalıdır.

⁵⁰⁷ BELEN, s. 224

⁵⁰⁸ BELEN, s. 237

⁵⁰⁹ BELEN, s. 238

Tebliğ md. 25/f.I/b(c) hükmünde eleştiriye müsait bir diğer husus da, üzerinde proje geliştirmek için mülkiyeti edinilen gayrimenkulün mutlaka arazi⁵¹⁰ olması koşulunun getirilmiş olmasıdır. MK md. 704 uyarınca kat mülkiyetine tabi bağımsız bölümler de gayrimenkuldür, ne var ki, bu gayrimenkul türü, üzerinde proje geliştirilebilecek bir gayrimenkul olarak Tebliğ'in ilgili bendinde sayılmamıştır. Bu durumda bağımsız bölümler üzerinde proje geliştirilmesi imkânı olmadığı sonucuna mı varılmalıdır? Kanımca, bağımsız bölümler üzerinde de proje geliştirilebiliyor olmalıdır. Aksi görüşü savunmak GYO portföyü yararına bir yorum olmayacaktır. Bir örnek verecek olursak; İstanbul'da iş yerlerinin yoğunca bulunduğu 70 katlı bir plazada ardışık 20 katta bulunan tüm bağımsız bölümler GYO tarafından edinilmiş olsun. Tüm bu katların, bir blok halinde, tek bir banka tarafından kullanılabilir şekilde restore edildiğini düşünelim. İşte bu restorasyon faaliyeti de, bir tür gayrimenkul projesi olarak değerlendirilmelidir. Hatırlatmakta fayda var ki, bu restorasyon faaliyetinin proje olarak değerlendirilebilmesi için, Tebliğ md. 25/f.I/b(b)'de sözü geçen kiraya verilecek gayrimenkulün "tefrişi" faaliyetinin aşan, badana yapılması, mobilya konulması gibi işlerin ötesine geçen; katların yeknesaklaştırılması, bir bankanın ihtiyacı olacak güvenlik sistemlerinin kurulması, yüksek korumalı kasaların yerleştirilmesi vs. gibi faaliyetler içermelidir. Böyle bir restorasyonun yapılması sırasında, GYO'nun ayrıca Kat Mülkiyeti Kanunu'ndan kaynaklanan yükümlülüklerini de ihlal etmemesi gerekmektedir. Kat Mülkiyeti Kanunu'nun 19. Maddesinin "*Kat maliki kendi bağımsız bölümünde anayapıya zarar verecek nitelikte onarım, tesis ve değişiklik yapamaz. Tavan, taban veya duvar ile birbirine bağlantılı bulunan bağımsız bölümlerin bağlantılı yerlerinde, bu bölüm maliklerinin ortak rızası ile anayapıya zarar vermeyecek onarım, tesis ve değişiklik yapılabilir*" hükmünün restorasyonun limitlerinin belirlenmesinde hatırdan tutulması gerekmektedir.

Tebliğ md. 25'te, müşterek mülkiyet esası uyarınca malik olunan gayrimenkullerde proje geliştirilmesi, ı bendinde ayrıca düzenlenmiştir. Bu

⁵¹⁰ Maddenin ifadesinde esasen "*arsa ve arazi*" kavramları birlikte kullanılmıştır. Ben bu ifadeyi yalnızca arazi olarak yorumlamaktayım. Tebliğde "*arsa*" kavramının kullanımına ilişkin eleştiriler için bk. 1.2.1.2.4 no'lu başlık altında yer alan açıklamalar.

çerçevede birlikte mülkiyet halini ayrıca değerlendirmek gerekmektedir. Birlikte mülkiyet halleri hukukumuzda paylı mülkiyet (müşterek mülkiyet) ve elbirliği mülkiyeti (iştirak halinde mülkiyet) olarak iki şekilde kurulabilmektedir. Tebliğ'in i bendinde bu hallerden yalnızca müşterek mülkiyet hali düzenlenmektedir, ne var ki, 5 GYO'nun proje geliştirilmesi amacıyla ortak olacağı adi ortaklıklarda, kural iştirak halinde malik olmak olduğundan, sıkça rastlanabilecek bu hususta suskun kalınmış olması kanımca yerinde değildir.

İlgili bentte müşterek mülkiyet halinde, yatırım yapılacak projenin e bendindeki şartları taşınması gerektiği hükme bağlanmaktadır. Kanımca bu şartın 10 konulmuş olması da yerinde değildir. Zira GYO, gayrimenkul projesine yatırım yapmadan evvel, inşaatla ilgili tüm izinlerin alınıp, inşaatla başlanmasına hazır olduğuna ilişkin bir denetleme raporunun hazırlanması şartı, fazlasıyla kısıtlayıcı niteliktedir. Üstelik, gayrimenkul üzerinde aynı ya da nispi herhangi bir hakkı 15 olmadığı bir dönemde, bir inşaat şirketinin bu gayrimenkul üzerinde proje geliştirip, ilgili tüm izinleri alması da beklenemez.

ı bendinde öngörülen şart uyarınca, GYO'nun müşterek mülkiyet esaslarınca malik olduğu bir gayrimenkulde proje geliştirebilmesi, "*malik olanların aralarındaki 20 sözleşmede ortaklığın payına düşen kısım üzerindeki tasarrufuna ilişkin bir sınırlama olmaması*" şartına bağlanmaktadır. Bu düzenleme, kanımca pek çok açıdan mevzuatımızdaki diğer ilgili hükümlerle de uyumlu değildir. Şöyle ki, müşterek mülkiyet esaslarınca malik olunan bir gayrimenkulün yönetiminin maliklerin aralarında yapacakları bir düzenleyici işlem ile belirlenmesi zorunlu olmamakla 25 birlikte mümkündür⁵¹¹. Böyle bir düzenleyici işlemin yapıldığı durumlarda dahi sözleşme, maliklerin tasarruf yetkilerini sınırlayıcı nitelikte hükümler içermeyecek, içerse bile bu hükümler geçerli olmayacaktır, işlem daha ziyade gayrimenkulün tahsis yönünü, malikler arasındaki kullanım bölgelerini, zararları bildirme yükümünü vs. içerecektir⁵¹². Bentte kast edilen ancak, gayrimenkulün bazı bölgelerinin bazı 30 maliklerin yararına bırakılması gibi bir düzenlemenin bulunmaması olabilir. Belen,

⁵¹¹ Abdülkadir ARPACI, *Türk Medenî Kanunu Açısından Müşterek Mülkiyette Yararlanma ve Yönetim*, İstanbul 1990, s. 111

⁵¹² Düzenleyici işlemin muhtemel muhtevası için bk. ARPACI, s. 114

“aralarındaki sözleşmede ortaklığın payına düşen kısım üzerindeki tasarrufuna ilişkin bir sınırlama olmaması” ifadesini, tapu kütüğünde pay sahibi GYO’nun, payı üzerinde kısıtlayıcı bir tasarruf işleminin (ipotek verilmiş olması gibi) yapılmamış olması şeklinde yorumlamaktadır⁵¹³. Müşterek mülkiyete tabi bir gayrimenkul, bir pay üzerindeki tasarruf işleminin malikler arasındaki bir sözleşme ile değil, ancak tapu kütüğünde yapılacak olan resmi işlem ile yapılması mümkün olduğundan, hükmün lafzını göz önünde bulundurarak, bu görüşe katılmamaktayım. ı bendiyle ilgili belirtilmesi gereken son tenkit, proje geliştirilmesinin kat irtifakı tesisi şartına bağlanmasıdır. Bağımsız bölüm oluşturulması gerekmeyecek nitelikte bir proje geliştirildiği durumlarda, kat irtifakının da kurulması anlamsız olacaktır⁵¹⁴.

2.2.2.1.1.2 Sınırlı Aynı Hak

MK md. 704 uyarınca gayrimenkul tiplerinden arazi ve bağımsız haklara değindikten sonra üçüncü tip gayrimenkul olan, tapu kütüğüne ayrı sayfa açılarak kaydedilen bağımsız ve daimi nitelikli aynı haklara değinmek gerekmektedir. Tebliğ md. 25/f.I/b(c)’de bu tipe hiç değinilmemiş olmakla birlikte, aynı fıkranın d bendinde, bağımsız ve daimi hak niteliğinde üst hakkına sahip olunan gayrimenkulde proje geliştirilmesi hususunu düzenlemiştir. Tebliğ hükmünde bağımsız daimi nitelikte bir üst hakkına sahip olunması, gayrimenkul üzerinde proje geliştirilmesi için yeterli görülmüş olup, bu hakkın bir gayrimenkul gibi işlem görmesini sağlayacak olan tapu kütüğünde ayrı sayfaya kaydolma gerekliliği⁵¹⁵, proje geliştirilmesi için Tebliğ’de şart tutulmamıştır⁵¹⁶. O halde, taşınmaz gibi işlem görme

⁵¹³ BELEN, s. 225

⁵¹⁴ BELEN, s. 224

⁵¹⁵ Osman Berat GÜRZUMAR, *Türk Medenî Hukukunda Üst Hakkı*, İstanbul 2003, s. 60

⁵¹⁶ Bağımsız ve sürekli bir hak olarak kurulmuş üst hakkı lehtar GYO’nun, tek taraflı talebi ile bu hakkı bağımsız bir sayfaya kaydettirmek suretiyle bağımsız bir gayrimenkul gibi işlem görmesini sağlayabilecek iken, bu haktan neden imtina etmek isteyebileceği düşünülebilir. Şayet GYO sahip olduğu üst hakkını, bir gayrimenkul gibi işlem görmesini sağlayacak olursa, bu gayrimenkul üzerinde proje geliştirmek amacıyla bir müteahhit ile anlaştığında, müteahhidin söz konusu gayrimenkul üzerinde inşaatçı ipoteği hakkı doğacaktır, ne var ki bu üst hakkı gayrimenkul gibi işlem görmüyor olsa idi, söz konusu gayrimenkul üzerinde müteahhidin, inşaatçı ipoteği koydurma hakkı olmayacaktı. Böyle bir riskten kaçınmayı amaçlayan, GYO lehine kurulan üst hakkı bağımsız ve sürekli nitelikte olsa dahi, bu hakkının tapu kütüğünde bağımsız bir sayfaya kaydolmasını talep etmeyebilir. GÜRZUMAR, s. 59

şartı olmaksızın, üst hakkının bağımsız ve daimi bir hak olma koşulunu yerine getirerek gayrimenkul projesine konu olması mümkündür.

Üst hakkı lehtarları olunan bir gayrimenkul üzerinde, proje geliştirilmesine Tebliğ md. 25/f.I'nin çeşitli bentlerinde imkân tanınmıştır; bunlar d, f, ve g bentleridir. İlgili hükümün g bendinde diğer bentlerdeki düzenlemelerden farklı olarak, GYO'nun yalnızca başkasının arazisinde üst hakkı lehtarları olması ihtimali değil, kendi arazisinde üst hakkı yükümlüsü olması ihtimali de göz önünde bulundurulmaktadır. Kanımca GYO'nun kendi gayrimenkulü üzerinde üst hakkı yükümlüsü olması halinin, sınırlı aynı hakka dayanarak proje geliştirilmesi⁵¹⁷ olarak değerlendirilmemesi gerekmektedir, zira bu ihtimalde, GYO'nun geliştirdiği proje bir sınırlı aynı hakka (üst hakkına) değil, gayrimenkul üzerindeki mülkiyet hakkına dayanmaktadır⁵¹⁸. Üzerinde proje geliştirilen gayrimenkulün mülkiyetine sahip olan GYO, ister bu gayrimenkul üzerinde proje geliştirmeden evvel ya da geliştirilirken proje ortağına semen ya da güvence olarak, ister proje tamamlandıktan sonra projeden kâr elde etmek amacıyla üst hakkı tanyabilir. Bunlar malik GYO'nun tercih edebileceği hukuki işlemlere örnek olabilecek niteliktedir⁵¹⁹.

Üst hakkına dayanarak, yani üst hakkı lehtarları olarak, gayrimenkul projesi geliştirilmesi, GYO Tebliği md. 25'te sayılan diğer sınırlı aynı haklara dayanarak proje geliştirilmesinden çok da farklı hükümlere tabi tutulmamıştır. GYO'nun sınırlı aynı hakka sahip olduğu gayrimenkullerde geliştireceği projeler açısından önem arz edecek ölçüde farklı hususları içermemektedir⁵²⁰. İçerik olarak d ve e bentleri arasında, proje geliştirilen gayrimenkul üzerinde GYO'nun sahip olduğu hak bakımından bir ayırım olmamakla birlikte, d beninde projenin baştan itibaren GYO

⁵¹⁷ Belen'in tercih ettiği sınıflandırmada ilgili bent "*sınırlı aynı hakka dayalı olarak proje geliştirme*" başlığı altında değerlendirilmektedir. Bk. **BELEN**, s. 229, 230

⁵¹⁸ Örneğin, GYO'nun proje geliştirilmesinde, sınırlı aynı hak yükümlüsü olması halinde, üçüncü kişi yükleniciden, yap-işlet-devret modeli çerçevesinde projeyi gerçekleştirip, işlettikten belirli bir süre sonra ortaklığa devretmesi halinde, GYO üst hakkında değil esasen gayrimenkul üzerindeki mülkiyet hakkına dayanarak proje geliştirmiş olmaktadır. Böyle bir projede üst hakkına dayanan GYO değil, yüklenici üçüncü kişidir.

⁵¹⁹ Belen ise GYO'nun üst hakkı yükümlüsü olduğu durumu da, sınırlı aynı hakka dayalı olarak proje geliştirilmesi başlığı altında değerlendirmiştir. Bak. **BELEN**, s. 228, 229

⁵²⁰ Aynı yönde Belen de, bu bentlerin tek bir bentte düzenlenmesi gerekirken birden fazla bentte düzenlenmesinin yerinde olmadığı görüşünü savunmaktadır. **BELEN** s. 228

tarafından geliştirilmesi ihtimali düzenlenirken, e beninde GYO tarafından üst hakkı elde edilmesi ile birlikte mevcut bir gayrimenkul projesinin devralınması hususu düzenlenmektedir. Özetle gayrimenkul projesine başından itibaren mi, yoksa başladıktan sonra mı katıldığına göre bir ayırım mevcuttur. Aynı fıkranın g bendi ise, yukarıda sayılanlardan, geliştirilecek projenin hükümleri açısından ayrılmaktadır.

GYO, g bendine göre bir gayrimenkul projesi geliştirecek ise, bu projenin mutlaka yap-işlet-devret modeline göre gerçekleştirilmesi gerekecektir. 25. maddenin g bendinde yer alan yap-işlet-devret ifadesinin, 3996 sayılı kanunun varlığı karşısında, hiçbir açıklama olmaksızın yer alması, uygulamada karışıklıklara sebebiyet verebilecek niteliktedir. Her ne kadar, yap-işlet-devret ifadesi uluslararası literatürde bir tür gayrimenkul projesi geliştirme modeline karşılık gelmekte⁵²¹ ise de, ülkemizde bu kavram, kanun koyucu tarafından düzenlenmiş belirli bir projelendirme tipini öngörmektedir⁵²². Kanunda öngörülen bu gayrimenkul geliştirme modeli, idarenin gayrimenkul projesi geliştirdiği, üst hakkı lehtarının ise yüklenici olduğu ihtimali öngörmektedir.

Uluslararası anlamı ile bir gayrimenkul projesi geliştirme yöntemi olarak, yap-işlet-devret modeli söz konusu ise, GYO'nun lehtarı olduğu üst hakkının yükümlüsünün idare olmaması, özel kişi olması da mümkündür. Bu durumda GYO'nun geliştirdiği yap-işlet-devret modeline dayalı projelere, 3996 sayılı kanunun doğrudan uygulanamayacağı sonucuna ulaşmak gerekmektedir. Üst hakkı yükümlüsünün özel kişi olduğu durumlarda kanımca, GYO'nun yap-işlet-devret modeline göre yaptığı projelerine uygulanacak hükümlerin belirlenmesinde, bu kanun hükümlerinin uygun düştüğü ölçüde kıyasen uygulanması mümkün olmalıdır. Özetle GYO'nun üst hakkı lehtarı olduğu gayrimenkulde, yap-işlet-devret tipi bir gayrimenkul projesi gerçekleştirilmesi söz konusu olduğunda, projenin 3996 sayılı

⁵²¹ Yap-işlet-devret modeli İngilizce karşılığı olan built-operate-transfer (kısaca BOT) ifadesinden çevrilerek hukukumuzda kazandırılmıştır. Yap-İşlet-Devret sözleşmelerinin “sadece kamu kurum ve kuruluşlarınca ifa edilen kamu hizmetlerinin sağlanmasında başvuru olan bir finansman modeli olmadığı yönünde bak. Lâle SİRMEN, “Sözleşme Hukuku Açısından Yap-İşlet-Devret Modeli”, **Yap-İşlet-Devret Modelinin Uygulamasında Ortaya Çıkan Sorunlar ve Öneriler Sempozyumu**, Ankara 1996, s. 11

⁵²² 3996 sayılı Bazı Yatırım ve Hizmetlerin Yap-İşlet-Devret Modeli Çerçevesinde Yapıtılması Hakkında Kanun 13.06.1994 tarihinde Resmi Gazetede yayımlanmıştır.

kanununa tabi olup olmadığı denetiminde ilk olarak, üst hakkı yükümlüsünün özel kişi olup olmadığının değerlendirilmesi ile varılacaktır. Şayet üst hakkı yükümlüsü idare ise ve ayrıca sözleşmenin 3996 sayılı kanunun yetkisi dâhilinde bir idari sözleşme niteliğinde olup olmadığının da değerlendirilmesi gerekecektir⁵²³.

- 5 GYO'nun yap-işlet-devret modeli ile proje geliştirmesinde, 3996 sayılı kanun hükümleri ile bağlı olması ancak kanunun işaret ettiği şekilde, üst hakkı yükümlüsünün idare olması ve sözleşmenin kanunda gösterilen anlamda idari bir sözleşme niteliğinde olması halinde söz konusu olabilir. Aksi takdirde, GYO sözleşme serbestisi ilkesi çerçevesinde yap-işlet-devret ilişkisine girebilecektir.

2.2.2.1.2 Üzerinde Nispi Hak Bulunan Gayrimenkul

- 10 Nispi hakka dayanarak, bir gayrimenkul üzerinde proje geliştirilmesi, Tebliğ md. 25/f.I/b(h)'de açıkça düzenlenmiştir. Bu bent uyarınca *“kurulca uygun görülecek nitelikte teminata bağlanmış olmak kaydıyla, mülkiyetini edinme amacı olmaksızın veya kat irtifakı tesis edilmeksizin ... gayrimenkule dayalı projelere sözleşme hükümleri çerçevesinde”* yatırım yapılabilecektir.

- 15 İlgili maddenin h bendinde, GYO'nun mülkiyeti edinme amacının olmasının ya da kat irtifakı tesis etmenin zorunlu olmadığı hatırlatılmaktadır. Aynı hakka sahip olunan gayrimenkullerde geliştirilen projeler için Tebliğ'de aranan kat irtifakı kurma şartının da her gayrimenkul projesinde zorunlu olmadığı sonucuna varmış olduğumuzdan, burada tekrardan ayrıntıya girmeksizin, maddede kat irtifakı zorunluluğu olmadığını, madde ifadesinin yalnızca hatırlatıcı nitelik taşıdığını söylemekle yetineceğiz⁵²⁴.

Bentte yer alan, mülkiyeti edinme amacının olmaması hususunun üzerinde biraz daha detayla durulması gerekmektedir. Yukarıda da belirttiğimiz üzere,

⁵²³ 3996 sayılı kanunun uygulanmasında yap-işlet-devret sözleşmesinin idari sözleşmeler yelpazesi içinde mutlaka imtiyaz sözleşmesi niteliğinde olması gerekip gerekmediği yönünde tartışma için bak. TAN, *“İdare Hukuku Açısından Yap-İşlet-Devret Sözleşmesi”*, **Yap-İşlet-Devret Modelinin Uygulanmasında Ortaya Çıkan Sorunlar ve Öneriler Sempozyumu**, Ankara 1996, s. 27 vd.

⁵²⁴ Kat irtifakı zorunluluğunun olmadığına ilişkin Bk. yukarıda s. 2.2.2.1.1 No'lu başlık altındaki açıklamalar

GYO'nun yatırım türlerinden; gayrimenkul projesi geliştirilmesi, nihai olarak üzerinde proje geliştirilen gayrimenkulde sahip olunan hak ve/veya zilyetliğin üçüncü kişilere devri vasıtasıyla kar elde edilmesini hedeflemektedir. O halde, projenin tamamlanması ile, GYO'nun gayrimenkulde sahip olduklarını üçüncü kişilere devretmesi amaçlanır ve beklenirken, GYO'nun bunların devrinden kar elde etmek bir yana dursun, bir de mülkiyetini edinmeye kalkması zaten beklenemez. O halde, h bendinde yer alan bu düzenlemenin de hatırlatma niteliğinde olduğu düşünülebilir.

10 Finansal kiralama kanunu uyarınca kiralanan bir gayrimenkul üzerinde proje geliştirilmekte ise durum biraz daha karışık olacaktır. Finansal kiralama da özünde bir kira sözleşmesi gibi, kiracıya malın zilyetliğini sağlamakta olup, bir aynı hak tanımamakta ise de, bu sözleşmenin sonunda kiracıya tanınan bir alım hakkıyla gayrimenkulün mülkiyeti edinilebilmekte olduğundan, finansal kiralamada esasen 15 mülkiyeti edinme amacı olduğu düşünülebilir. Kanımca bu durumda h bendindeki şartların yerine getirilmediği düşünülmemelidir, zira h bendinde yer alan "*mülkiyeti edinme amacı olmaksızın*" ifadesi, esasen bu projenin bir aynı hakka dayanarak değil, bir nispi hakka dayanarak yapıldığını vurgulamak amacını taşımaktadır. Nitekim proje gelecekte edinilmesi muhtemel bir mülkiyet hakkına değil, gayrimenkul 20 üzerinde sahip olunan (finansal kiralama sözleşmesinden kaynaklanan) bir alacak hakkına dayalı olarak yapılmaktadır.

Tebliğ md. 25/f.I/b(h)'de yer alan son şart, projenin e beninde sayılan koşulları yerine getirmesidir. Bu şartlar "*ilgili mevzuat uyarınca gerekli tüm izinleri alınmış, 25 projesi hazır ve onaylanmış, inşaata başlaması için yasal gerekliliği olan tüm belgelerinin tam ve doğru olarak mevcut olduğu bağımsız değerlendirme şirketleri tarafından onaylanmış*" olan bir projeye yatırım yapılacak olmasıdır. Tebliğ ,bir gayrimenkul üzerinde ilk olarak bir alacak hakkının elde edilmesine, ardından bu gayrimenkul üzerinde proje geliştirilmesine izin vermemekte, GYO'nun mutlaka 30 projesi hazır geliştirilmiş ve tüm izinleri alınmış bir gayrimenkulde, nispi hakka dayalı olarak yatırım yapmasına izin vermektedir. Kanımca bu düzenleme oldukça sınırlayıcı niteliktedir. Şöyle ki, aşağıda inceleneceği üzere bir kere alacak hakkının

ifa edileceği teminat altına alındıktan sonra, ayrıca bu gayrimenkul üzerindeki projenin izinlerinin alınmış olması, bunun bir değerlendirme şirketi tarafından tespit edilmiş olması gibi bir zorunluluğun getirilmesi yersizdir. Nispi hak bir kere teminat altına alındıktan sonra, bu gayrimenkul üzerinde GYO tarafından geliştirilecek proje, 5 üzerinde aynı hakka sahip olunan bir gayrimenkulde proje geliştirilmesinden kayda değer oranda fazla risk taşımamaktadır. Ne var ki, *de lege lata*, değerlendirme şirketi tarafından e bendinde sayılan şartları yerine getirmiş olduğu tespit edilmeyen bir projeye, nispi hakka dayanarak yatırım yapmak mümkün değildir.

2.2.2.1.2.1 Alacak Hakkı

Tebliğ md. 25/f.I/b(h) hükmünde yer alan “*sözleşme hükümleri çerçevesinde*” 10 yatırım yapabilme imkânı, hükmün bu hususta GYO’yu sözleşme serbestisinin sınırlarından daha dar bir sınırla kısıtlamamış olduğunu göstermektedir. O halde GYO’nun, sözleşme serbestisinin kendisine tanıdığı özgürlük içerisinde, ortaklığa bir gayrimenkul üzerinde zilyetlik tanıyacak her türlü tipik ya da atipik sözleşme kurması ve bu hakka dayanarak söz konusu gayrimenkul üzerinde proje geliştirmesi 15 mümkündür. Bu tip alacak haklarından, akla ilk gelen kira sözleşmesi olmakla birlikte, GYO’nun kiracı olduğu kira sözleşmelerinin tapu siciline kaydının zorunlu olması (Tebliğ md. 29) sebebiyle, kira sözleşmesi etkisi kuvvetlendirilmiş nispi haklar kategorisinde aşağıda değerlendirilecektir.

20 Sözleşme serbestisi içinde, örneğin GYO’nun arazi sahibi ile 50 yıl süre ile gayrimenkulün tamamının ya da bir kısmının zilyetliğinin devredilmesi, bunun karşılığında projenin finansmanının tamamının ya da bir kısmının GYO tarafından yapılması düşünülebileceği gibi, üzerinde proje geliştirilen gayrimenkulün GYO tarafından tek başına malik sıfatı ile değil de paylı ya da iştirak halinde mülkiyet 25 esasları çerçevesinde sahip olunduğu durumlarda, bu gayrimenkulün hangi esaslara göre kullanılacağına dair malikler arasında yapılan bir kullanım sözleşmesi çerçevesinde, GYO’ya kullanımının bir süreliğine devredilmiş olduğu hallerde ya da GYO’ya başka bir paydaşa tahsis edilen pay üzerindeki zilyetliğin devredildiği hallerde de düşünülebilir.

Tebliğ, nispi hakların aynı haklara nazaran daha dar bir korumaya sahip olması sebebiyle, bu hakların “*kurulca uygun görülecek nitelikte teminata başlanmış*” olması şartını getirmektedir. Bu şart ile ilgili olarak ilk akla gelebilecek husus, nispi hakka dayalı olarak bir gayrimenkul üzerinde, proje yatırımı yapılacağı her bir durumda, SPK’dan öncelikli bir iznin alınmasının mı gerekli olduğu, yoksa bu hususun daha sonradan SPK’nın denetleme faaliyeti çerçevesinde değerlendirilmesi halinde mi göz önünde bulundurulacağı meselesidir. İlk ihtimali değerlendirelim, GYO’nun ticari ilişkilerinin, SPK’dan alınacak bir izne tabi tutulması, onun söz konusu alanda sınırlı ehliyetli gibi, izin ya da icazet vasıtası ile hukuki işlemler yapabilmesi sonucunu doğuracaktır. Bir tüzel kişilik olan GYO’nun hak ehliyeti olan alanlarda, fiil ehliyetine de sahip olduğu düşünüldüğünde, bu çözümün uygulanabilir olmadığı anlaşılmaktadır. İkinci ihtimalde ise; hali hazırda akdedilmiş ve hatta ifa edilmeye başlanmış bir ilişkide, SPK’nın sonradan denetleme faaliyeti sırasında GYO’ya verilen teminatı uygun/yeterli bulmaması halinde, gerek GYO’nun kendisine, gerekse yönetim kurulu üyelerine yaptırımında bulunabilecektir⁵²⁵. Bu ihtimalde sözleşme geçerliliğini korumuş olduğundan, ne GYO sınırlı ehliyetli gibi izin ya da icazet ile hareket etmek durumunda kalacak, ne de akdedilip icrasına dahi başlanmış bir büyük projenin, hukuk güvenliğini tehdit edecek şekilde, sonradan hükümsüz olduğu sonucuna varılacaktır. SPK’ca uygun görülebilecek nitelikte teminat, üzerinde proje geliştirilen gayrimenkulde ya da sözleşmenin karşı tarafının başka bir gayrimenkulünde ipotek verilmesi olabileceği gibi, bir teminat mektubu ya da sözleşmeye konulabilecek bir cezai şart ya da bunların birkaçı birden de olabilir⁵²⁶. Kurulun uygun görüşünü vereceği teminata, esas dikkate alınması gereken, teminatın, sözleşmenin karşı tarafı borcunu ifa etmediği takdirde, GYO’nun zararını büyük ölçüde karşılayabilecek büyüklükte olup olmadığı ile böyle bir teminatın, GYO tarafından kullanılmasının sözleşmenin karşı tarafı açısından yeterince caydırıcı kuvvette olup olmadığının değerlendirilmesidir.

⁵²⁵ SerPK md. 46/f.I/b(c) uyarınca, teminatın yeterli görülmediği durumda SPK’nın “ilgililerden aykırılıkların giderilmesi için tedbir almasını ve öngörülen işlemleri yapmasını istemeye” yetkili olduğunu düşünmek gerekmektedir.

⁵²⁶ BELEN, s. 231

2.2.2.1.2.2 Etkisi Kuvvetlendirilmiş Nispi Hak

GYO'nun kira sözleşmesine dayanarak bir gayrimenkul üzerinde proje geliştirmesi, uygulamada sıklıkla karşılaşılabilecek bir durumdur. Özellikle de, gayrimenkul üzerinde proje geliştirme maksadının masraflı bir süreç olduğu düşünülürse, büyük oranda nakdin gayrimenkulün mülkiyetine yatırılması, GYO tarafından maliyet etkinliği (*cost-effective*) olan bir işlem gibi gözükmebilir⁵²⁷. GYO'nun gayrimenkulün mülkiyetini değil de zilyetliğini edinmesi daha mantıklı bulunabilir. Bu durumda GYO'nun gayrimenkulü doğrudan malikinden kiralayabileceği ya da bir finansal kiralama şirketinin hizmetinden yararlanabileceği hatırlanmalıdır.

10 Bir gayrimenkul üzerinde kiracı sıfatına sahip olan GYO'nun, kira sözleşmesinden kaynaklanan alacak hakkının tapuya şerh verilmek suretiyle kuvvetlendirilmesi, Tebliğ md. 29 uyarınca zorunlu tutulmuştur. Tebliğ md. 25/f.I/b(h) hükmünde, SPK'ca aranan uygun nitelikte teminata bağlanma zorunluluğunun, kira sözleşmeleri açısından 29. maddede öngörülen tapu siciline 15 şerh koşulu ile sağlandığı görüşümdedir. Kanımca, GYO bir gayrimenkul üzerinde nispi hakkına dayanarak proje geliştirecek ise, bu nispi hak da bir kira sözleşmesinden kaynaklanmakta ise, Kurul, Tebliğ md. 29'da aranan tapu siciline şerh koşulundan daha fazla bir teminat aramamalıdır. Zira bu şerh, GYO'nun da öngördüğu kira müddeti boyunca gayrimenkul üzerinde aynı hak sahibinin 20 sözleşmeye aykırı müdahalelerini engellemeye yetecektir.

2.2.2.2 Projenin Yüklenilmesi İçin Tercih Edilebilecek Hukuki İşlemler

25 Yukarıda da belirtildiği üzere, gayrimenkul projesi geliştirilmesi faaliyetini, gayrimenkul üzerindeki diğer haklara yapılan yatırımdan ayıran karakteristik özellik, bu hakkın ya da zilyetliğin üçüncü bir kişiye devrinden evvel, gayrimenkul üzerinde bir fiziki değişikliğin (inşaat) yapılmasıdır. Söz konusu fiziki değişiklikler Tebliğ md. 24/f.I/b(d) uyarınca, GYO tarafından bizzat üstlenilemeyeceğinden, bu inşaat

⁵²⁷ BRUEGGEMAN/FISHER, s. 240

işinin bir başka kimseye yaptırılması gerekecektir. GYO'nun bu inşaat faaliyetini yaptıracağı üçüncü kişi ile hangi hukuki rabıtayı kullanılarak ilişki içine gireceğine yönelik bir inceleme yapmak icap etmektedir. İşte, gayrimenkul projesi geliştirilmesi faaliyetinin karakteristik özelliğini teşkil eden, inşaat faaliyetinin, ne tür bir hukuki ilişki vasıtasıyla gerçekleştirilmesinin amaçlandığına göre, akdi ilişki yöntemiyle gerçekleştirilen projeler ile ortaksal ilişki yöntemi ile gerçekleştirilen projelere ilişkin Tebliğ hükümleri aşağıda değerlendirilecektir.

2.2.2.2.1 Akdi Bir İlişkiye Dayanarak Proje Geliştirilmesi

2.2.2.2.1.1 İstisna Akdi Yöntemiyle Proje Geliştirilmesi

İstisna akdinde, iş sahibi GYO, müteahhide yaptıracağı bir eser (burada gayrimenkul üzerinde gerçekleştirilecek olan proje) karşılığında para ödeme yükümlülüğünü üstlenmektedir. Ödenecek ücret iş sahibi GYO'nun sözleşmeden doğan asli borcu olmakla birlikte, iş sahibinin istisna akdinden kaynaklanan yan edim borçları da bulunabilmektedir. Bunlardan biri de üzerinde proje gerçekleştirilecek olan gayrimenkulün müteahhide söz verilen koşullarla teslim edilmesidir. İşte bu yan edimin, GYO tarafından eksiksiz olarak gerçekleştirilebilmesi, GYO'nun söz konusu gayrimenkul üzerinde, en geç yan edimin ifa edilmesi gereken tarihte, devredilebilir nitelikte hak ya da zilyetlik sahibi olmasını gerektirmektedir. Bu çerçevede şayet gayrimenkul üzerindeki zilyetlik finansal kiralama sözleşmesi çerçevesinde edinilmiş ise, bu zilyetliğin devrine, Finansal Kiralama Kanununun md. 15/f.I uyarınca, kural olarak, izin verilmemektedir. Edim ifasının hukuka uygunluğunda, hak ya da zilyetliğin devredilebilir niteliğinin yanı sıra, bu devrin "*nemo plus juris ad alium transferre potest quam ipse habet*" kuralına uygun olduğunun tespitinin de gerektiğini hatırd tutmak gerekmektedir. Finansal kiralama yöntemi ile zilyetliği edinilen gayrimenkul üzerinde, proje geliştirilmesi ve bu doğrultuda inşaat firmasına gayrimenkulün zilyetliğinin devredilebilmesi için, zilyetliğin devredilebilir olması gerekmektedir. Finansla Kiralama Kanunu md. 15/f.II uyarınca "*yatırımlara finansman sağlayan finansal kiralama işlemlerinde kiracı, kiracılık sıfatını ve/veya sözleşmeden doğan*

hak ve/veya yükümlülüklerini, kiralayandan yazılı izin alınması kaydıyla devredilir.” Bu hüküm uyarınca, finansal kiralama sözleşmesinden kaynaklanan haklardan biri olan, gayrimenkulün zilyetliğini talep edebilme hakkının inşaatçı şirkete devredilmesine yönelik, finansal kiralama şirketinden izin alınması gerekmektedir⁵²⁸.

GYO'nun istisna akdi vasıtasıyla müteahhide gayrimenkulü teslim edebilmesini sağlayabilmesi için, mülkiyet ya da üst hakkı sahibi olması düşünülebileceği gibi, gayrimenkulde kiracı ya da birlikte mülkiyette kullanım sözleşmesi uyarınca yetkili olması da düşünülebilir.

10 GYO'nun inşaat firması ile yapacağı sözleşmede, taraflardan iş sahibi GYO, inşaatı yapması öngörülen kimse de yüklenici (müteahhit) olacaktır. Gayrimenkul projesinin inşaat faaliyetlerini üstlenecek olan kimse ile yapılacak inşaat sözleşmesi, tipik bir sözleşme türü olduğundan, sözleşmede yer alan özel hükümler haricinde BK'nın istisna sözleşmesi hükümlerine tabi olacaktır. Uygulamada büyük

15 gayrimenkul projelerinin inşaatının oldukça ayrıntılı sözleşmeler ile düzenlendiği görülmektedir⁵²⁹. İnşaat işlerine ve bu işlerden kaynaklanabilecek uyuşmazlıklara aşına kimselerin hazırladığı sözleşmeler, tarafların ihtiyaçlarını çoğunlukla karşıladığından, BK'da istisna sözleşmesini düzenleyen tamamlayıcı hükümlere başvurmaya gerek kalmayabilecekse bile, sözleşmede düzenlenen hususların, Türk

20 mevzuatında yer alan BK hükümleri başta olmak üzere emredici hükümlere aykırı olanları geçerli birer sözleşme hükmü olarak görülemeyecektir. Bu sebeple söz konusu sözleşmelerin emredici mevzuat da göz önünde bulundurularak hazırlanması gerekmektedir. Türk kanunlarına göre kurulmuş olan bir GYO ile bir Türk müteahhit arasında öngörmüş olduğumuz bu düzende, Türk emredici hükümlerine mutlak bir

25 bağlılık söz konusu olabilecek iken, sözleşmenin yabancı bir müteahhit ile yapılacağı

⁵²⁸ Finansal Kiralama Kanunu md. 15/f.II, çoğunlukla sözleşmenin devri olarak yorumlanmaktadır. Fıkarda devredilebileceği hükme bağlanan haklar ile yükümlülüklerin “ve/veya” bağlaçları ile bağlanmış olması, hakların yükümlülükler devredilmeksizin devrolunmasına izin verildiği yönünde anlaşılmalıdır. Bu bağlamda haklardan biri (zilyetliğin talep hakkı) de devredilebilmelidir.

⁵²⁹ Uygulamada sıklıkla inşaat sözleşmelerinin ayrıntılı olarak, tarafların borçlarını, gecikme ve ayıp hükümlerini ve uyuşmazlıkların çözüm yollarını da kapsayacak şekilde düzenleyen FIDIC standart sözleşmelerine atıf yapılarak düzenlendiği yönünde bk. Ziya AKINCI, Milletlerarası **Özel Hukukta İnşaat Sözleşmeleri**, İzmir 1996, s. 32

durumda, sözleşmede yer alan bu yabancılık unsuru sebebiyle uygulanması zorunlu emredici hükümlerin hangisi olduğunu tespit etmek, bir tahlil yapmayı gerektirecektir. Kişi bakımından yabancılık unsuru içeren bir inşaat sözleşmesinde, sözleşmeye uygulanacak hukukun belirlenmesinde MÖHUK'ta yer alan kanunlar
5 ihtilafı kullarına başvurmak gerekmektedir.

2.2.2.2.1.2 Arsa Payı Karşılığı İnşaat Sözleşmesi

Arsa payı karşılığı inşaat sözleşmeleri, atipik sözleşmeler olmakla birlikte, uygulamada bu yöneme sıklıkla başvurulduğu görülmektedir. Arsa payı karşılığı inşaat sözleşmelerinde, taraflardan biri inşaatı yapmayı üstlenirken, bu edimin karşılığı, istisna sözleşmesinde olduğu gibi para ile değil aynı olarak ödenmektedir,
10 başka bir deyişle inşaat yaptıran GYO, yapan kişiye arsa payı vermeyi öngörmektedir. Bu arsa payı, çoğunlukla bağımsız bölümlere ayrılacak tipte gayrimenkul projelerinde, belirli sayıda bağımsız bölüm vermeyi taahhüt etmek şeklinde gerçekleşmektedir. Sözleşmenin asli edimlerinden birinin arsa payı devri taahhüdü olması sebebiyle, sözleşmenin satım vaadi sözleşmelerinin tabi olduğu
15 resmi şekil olan noterde düzenleme şeklinde yapılması gerekmektedir⁵³⁰ ki bu şart bir geçerlik şartıdır⁵³¹.

2.2.2.2.1.3 Yap-İşlet-Devret Modeli

Yukarıda da açıklandığı üzere Tebliğ md. 25/f.I/b(g)'de adı geçen "yap-işlet-devret" modeli ifadesinin hiçbir ihtirazi kayıt konulmaksızın düzenlemeye alınmış olması, ifadenin yalnızca 3996 sayılı kanun uyarınca yapılacak projeleri içereceği
20 anlamına gelecek şekilde yorumlanabilme riski taşımaktadır. Ne var ki, kanundaki şekli ile yap-işlet-devret modelinde gayrimenkul projesini geliştiren (iş sahibi) idare olup, bu projeyi üstlenen kimseler (müteahhit) özel kişi niteliğindedir. GYO'nun bir

⁵³⁰ Cengiz KOSTAKOĞLU, *İçtihatlı İnşaat Hukuku ve Kat Karşılığı İnşaat Sözleşmeleri*, İstanbul 2005, s. 71

⁵³¹ Geçerlik şartına riayet edilerek yapılmayan arsa payı karşılığı inşaat sözleşmelerinin geçerli sayılabileceği istisnai durumlar için bk. KOSTAKOĞLU, s. 73 vd.

kamu tüzel kişisi ya da idare olmadığı hatırlanırsa, GYO'nun 3996 sayılı kanun uyarınca, iş sahibi olarak proje geliştirmesinin söz konusu olamayacağı netlik kazanır.

5 GYO, 3996 sayılı kanun çerçevesinde bir yap-işlet-devret projesinin tarafı olacak ise bile, bu projede GYO, yüklenici taraf olabilecektir, ki bu durumda da bentte ifade edildiği gibi gayrimenkul projesini sahada uygulayan kimse değil, bu projeyi geliştiren, koordine eden kimse durumunda bulunacaktır. O halde söz konusu bendin açıklayıcı yorum vasıtası ile yorumlanması icap etmektedir. Kanımca bent
10 GYO'ya iki yönlü bir yatırım imkânı tanımaktadır; bunlardan birincisi yukarıda da belirttiğimiz gibi GYO'nun 3996 sayılı kanun uyarınca gerçekleştirilen bir yap-işlet-devret projesinde yüklenici olması ihtimali, ikincisi de 3996 kanundan bağımsız olarak uluslararası literatürde kabul edildiği şekli ile bir yap-işlet-devret modeli ilişkide, iş sahibi olmasıdır.

15 İki ihtimale de biraz daha yakından bakalım. 3996 sayılı kanun uyarınca idarenin, bir yap-işlet-devret modeli iş çerçevesinde, GYO'ya imtiyaz vermiş olduğunu düşünelim. Bu durumda öncelikle, GYO'nun idareye ait gayrimenkul üzerinde üst hakkı lehtar olması gerekmektedir. Nitekim g beninde GYO'nun
20 “kendisi ... lehine üst hakkı tesisi ettirmek suretiyle” proje geliştirebileceği hükme bağlanmıştır. Ancak bu durumda, GYO'nun yap-işlet-devret modelinden kaynaklanan yüklenicinin bütün borçlarını bizzat ifa etme imkânı yoktur. Zira GYO'nun bizzat inşaat yapması Tebliğ md. 24/f.I/b(d) ile işletme faaliyetini yapması da aynı fıkranın e bendiyle yasaklanmaktadır. O halde, GYO'nun 3996 sayılı kanun uyarınca yüklenici olduğu yap-işlet-devret modeli projeler, fiilen (devral) yaptır-
25 işlettir-devret şeklinde ifa edilmek zorunda olacaktır.

GYO'nun iş sahibi olduğu yap-işlet-devret ilişkilerinde, ise yüklenici kişi, GYO'nun malik olduğu gayrimenkulde üst hakkı lehtar olacaktır, nitekim ilgili bentte GYO'nun “başkaları lehine üst hakkı tesis” ettirebileceği hükme bağlanmıştır.
30 Bu durumda ise 3996 sayılı kanun hükümlerinin doğrudan uygulanması söz konusu

olmayacaktır. 3996 sayılı kanun hükümleri, GYO ile yüklenici arasındaki ilişkiye ancak uygun düştüğü ölçüde kıyasen uygulanabilecektir.

Yap-işlet-devret modeline ilişkin g bendi ile ilgili son tenkit bu model suretiyle geliştirilen gayrimenkul projelerinin mutlaka e beninde sayılan şartları yerine getirmesinin aranmasıdır. e bendi uyarınca, yap-işlet-devret modeli uyarınca gayrimenkul projesi geliştirilebilmesi için, *“ilgili mevzuat uyarınca gerekli tüm izinleri alınmış projesi hazır ve onaylanmış, inşaatla başlanması için yasal gerekliliği olan tüm belgelerinin tam ve doğru olarak mevcut olduğu bağımsız gayrimenkul değerlendirme şirketleri tarafından onaylanmış”* olması gerekmektedir. GYO’nun 3996 sayılı kanuna göre yüklenici olduğu ihtimalde, tüm bu masrafların idare tarafından yapılmış olmasının beklenmesi mümkün değildir, zira yap-işlet-devret modeline idarece başvuruluyor olmasının sebebi, bu işlemlerden kaçınmaktır. GYO’nun iş sahibi olacağı ilişkilerde ise, Tebliğ’in emredici hükmü uyarınca söz konusu proje ve onaylar ile denetleme raporunun, GYO tarafından yaptırılması gerekmektedir. Nitekim, imar kanunu md. 20 uyarınca bu tür izinler için arazi sahibi ya da irtifak hakkı sahibinin başvurması gerekmektedir.

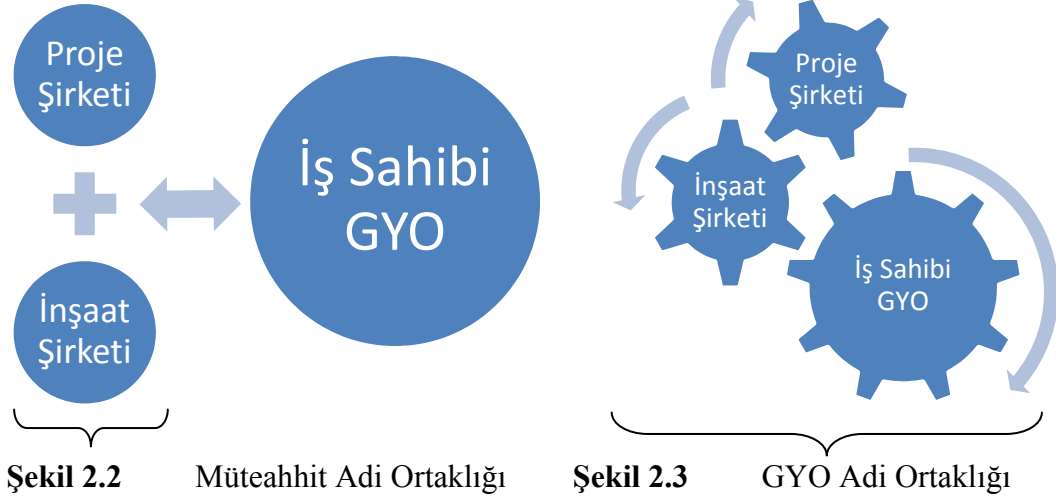
2.2.2.2.2 Ortaksal Bir İlişkiye Dayanarak Proje Geliştirilmesi

Her ne kadar adi ortaklıklar Borçlar Kanunumuzda düzenlenmekte ise de, gerek yerli, gerek yabancı doktrinde ağırlık kazanmaya başlayan görüş, adi ortaklık ilişkisini alelade bir borçlar hukuku ilişkisi olarak görmekten ziyade, bir organizasyon ilişkisi olarak görme eğilimindedir. Adi ortaklık tipi ilişki de bu sebeple ortaksal ilişki başlığı altında değerlendirilecektir. Ortaksal bir ilişkiye dayanarak proje geliştirilmesi, adi ortaklık kurulması yöntemi ile yapılabileceği gibi, ticaret siciline tescilli bir ticaret ortaklığı kurulması suretiyle de yapılabilir.

2.2.2.2.1 *Adi Ortaklık*

Adi ortaklık kurulması yöntemiyle gayrimenkul projesi geliştirilmesi, inşaat sektöründe sıklıkla rastlanan bir yatırım yöntemidir⁵³². Tebliğ md. 37’de de, GYO’nun “*münhasıran bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla*” adi ortaklık kurmasına izin verilmektedir. İnşaat sektöründe yine sıklıkla karşılaşılan bir tip olan, birden fazla müteahhidin bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla adi ortaklık kurup, iş sahibi ile bu adi ortaklık arasında inşaat sözleşmesi imzalanması, GYO’nun proje geliştirmek amacıyla kuracağı adi ortaklık ile karıştırılmamalıdır. Zira bu sonuncu halde, iş sahibi GYO’nun kendisi olacaktır. Meseleyi bir örnekle açıklamaya çalışalım. Bir projelendirme şirketi ile bir inşaat şirketinin adi ortaklık kurmak suretiyle, GYO’nun bir projesini üstlendiklerini düşünelim; bu durumda GYO adi şirketin bir ortağı değil, bu şirket ile inşaat sözleşmesi vasıtasıyla iş yapan bir üçüncü kişi konumundadır. GYO’nun adi ortaklık kurmak yolu ile proje geliştirmesinden kasıt ise, GYO ile projelendirme ve inşaat şirketlerinin *birlikte* bir adi ortaklık kurmasıdır. Bu başlık altında incelenen, GYO’nun projesini adi ortaklık çerçevesinde geliştirmesidir, yani müteahhit ortaklıklar ile *birlikte* adi ortaklık kurulmasıdır. Yoksa GYO’nun gayrimenkul projesinin inşaatını yapan müteahhitlerin, hangi hukuki temelde (örneğin adi ortaklık olarak) kuruldukları bu çalışmanın konusunu teşkil etmemektedir. Bu ilişkileri aşağıda birer şema ile açıklayacak olursak, GYO’nun gayrimenkul projesi geliştirmek amacıyla kuracağı adi ortaklığın, şekil 2.2’de gösterilen tipten ziyade şekil 2.3’te gösterilen tipte kurulan bir adi ortaklık şeklinde anlaşılması gerekmektedir.

⁵³² İbrahim KAPLAN, *İnşaat Sektöründe Müşterek İş Ortaklığı (Joint-Venture)*, Ankara 2007, s. 41



Şekil 2.2 Müteahhit Adi Ortaklığı

Şekil 2.3 GYO Adi Ortaklığı

Gayrimenkul projelerinin geliştirilmesinde, adi ortaklık yönteminin kullanılabileceğine dair Tebliğ md. 37'de yer alan açık hüküm olmasa idi, GYO'ların bu amaçla adi ortaklık kurup kurmayacakları tartışmalı olabilirdi. Şöyle ki; Tebliğ GYO'nun inşaat faaliyetini üstlenmesini kesinlikle yasaklamaktadır. Bu yasaklamanın *ratio legis*'i, basitçe GYO'nun inşaat işlerini yapacak işçileri istihdam etmesini önlemekten öte, GYO'nun inşaat faaliyetinden kaynaklanabilecek (ayıba karşı tefekkül gibi) çeşitli riskleri üstlenmesini önlemektir. Ne var ki GYO, müteahhit kimseler ile adi ortaklık çerçevesinde proje gerçekleştirdiğinde, müteahhidin karşılaştığı her türlü riskten kaynaklanan borçtan, GYO'da müteselsilen sorumlu olacaktır. Bu durumda, GYO'nun adi ortaklık yapısının içinde yer alması durumunda, GYO'nun inşaat yasağı ile önüne geçilmeye çalışılan riskleri üstlenmiş olduğu görülmektedir. O halde denilebilir ki, Tebliğ md. 37'de yer alan açık hüküm olmasa idi, inşaat yasağı hükümleri gereğince, GYO'nun proje gerçekleştirmek adına adi ortaklık kurması söz konusu olmayacak idi.

Kanımca, GYO'nun inşaat riski üstlenmesi istenmemesine rağmen, bu amaçla adi ortaklık kurmasına istisnaen izin verilmesi yerinde olmuştur. Bu istisnayı iki temele dayandırmak mümkündür. Birincisi, GYO'nun faaliyet gösterdiği gayrimenkul alanında, uygulamada çoğunlukla *joint-venture* olarak adlandırılan tipte adi ortaklıklar kurularak, proje gerçekleştirilmekte olmasıdır. İkincisi, inşaat riskinden kaynaklanan borçların, adi ortak GYO'ya, üçüncü kişi alacaklıya karşı

müteselsil sorumluluk yükleyeceği bir gerçek ise de GYO'nun sonradan, adi ortakların aralarında imzaladıkları temel mutabakat (joint-venture) sözleşmesi çerçevesinde, inşaatı ya da projeyi yapan ortağa rücu etme imkânı olmasıdır.

- 5 Joint-venture kurulması yöntemi ile proje geliştirilmesinde, uygulamada sıklıkla rastlanılan bir diğer hal de ortaklardan bir veya birkaçının yabancı olması ya da başka bir unsur aracılığıyla sözleşmeye yabancılik unsuru katılmasıdır⁵³³. Yabancılik unsuru barındıran bir joint-venture sözleşmesinde, diğer tip bir sözleşmeye nazaran taraflar daha serbest davranabilecek, Türk hukukunun emredici
- 10 hükümlerinden kaçınmak ve sözleşmeye yabancı bir hukukun uygulanacağını kararlaştırmak mümkün olacaktır.

2.2.2.2.2 Ticaret Ortaklığı Yöntemiyle Proje Geliştirilmesi

- Bir gayrimenkul projesi gerçekleştirmek isteyen kişi, müteahhit kimseler ile adi ortaklık kurabileceği gibi, ticaret siciline tescilli bir kişi ya da sermaye ortaklığı
- 15 kurmayı da tercih edebilir⁵³⁴. Ne var ki, GYO'nun, bu tür bir yapıda ortak olarak yer alması, Tebliğ ile çeşitli sınırlamalara tabi tutulmuştur. GYO'nun bir ortaklıkta %5'ten fazla sermaye ya da oy hakkına sahip olması, Tebliğ md. 26/f.I/b(a) ile yasaklanmaktadır. GYO'nun geliştirdiği bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla kurulan bir kişi ya da sermaye şirketine ise, en fazla %5 oy hakkına sahip olmak
- 20 GYO tarafından tercih edilebilecek bir yöntem değildir. Çok sınırlı bir hal için olmakla birlikte, gayrimenkul projesi geliştirilmesinde, bu %5 kuralına bir istisna getirilmiştir.

- Tebliğ md. 32A/f.I/b(c) uyarınca GYO “*yap-işlet-devret projeleri kapsamında*
- 25 *kurulan şirketlere ... iştirak*” edebilmektedir. Üstelik “*bu iştiraklerde 26'ncı maddenin birinci fıkrasının (a) ve (c) bentleri uygulanmaz.*” O halde gayrimenkul

⁵³³ Yabancı bir kredi kuruluşundan projeye kredi sağlanması, projenin yabancı bir sigorta şirketine sigorta ettirilmesi gibi

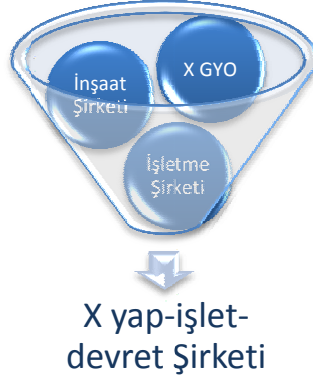
⁵³⁴ Son on yıldır, Amerika'da GYO'ların yatırımlarında çoğunlukla başka yatırımcılar ile limitet ortaklık kurmak yöntemini tercih ettikleri yönünde bk. **BRUEGGEMAN/FISHER**, s. 512

projesi gerçekleştirmek amacıyla kurulacak olan ortaklıklardan, yap-işlet-devret modeline dayalı projelerde, adi ortaklık yerine, kişi ya da sermaye ortaklığı kurulabilecektir. Bu durumda, GYO'nun söz konusu şirkete iştiraki %5 ile sınırlı olmayacaktır. Yap-işlet-devreti yüklenen ortaklığın paylarının teşkilatlanmış bir piyasada işlem görme zorunluluğu yoktur.

Yap-işlet-devret tipi projelendirme, yüklenici pozisyonundaki GYO açısından bizzat gerçekleştirilmesi mümkün bir proje değildir. Yukarıda da açıklandığı gibi, GYO'nun bir inşaatı bizzat yapması ve işletmesine Tebliğ hükümlerince izin verilmediğinden, iş sahibi ile GYO arasında yap-işlet-devret sözleşmesinden ziyade, *yaptır-işlettir-devret* sözleşmesi bulunacaktır. GYO'nun sözleşmesel ilişki çerçevesinde değil, ortaklık ilişkisi çerçevesinde yap-işlet-devret modeliyle gayrimenkul geliştirdiği durumda ise, GYO'nun da ortağı olduğu şirket, yap-işlet-devret görevlerinden hepsini bizzat yapabilecektir. Farklı birer şema ile açıklayacak olursak, sözleşmesel ilişkide temellenen, *yaptır-işlettir-devret* modelinde, temel ilişki iş sahibi ile GYO arasında kurulmakta olup, inşaat ve işletme şirketleri ile GYO'nun ayrıca anlaşması (inşaat ve işletme sözleşmesi yapması) gerekecektir (şekil 2.4). Ortaklık ilişkide temellenen, yap-işlet-devret modelinde ise, GYO'nun yalnızca bir ortağı olduğu yap-işlet-devret şirketi, iş sahibi ile yap-işlet-devret sözleşmesi imzalayacaktır. Yani temel yap-işlet-devret ilişkisinin tarafı GYO değil, GYO'nun ortağı olduğu yap-işlet-devret şirkettir (şekil 2.5).



Şekil 2.4 Yap-İşlet-Devret'in Yalnızca GYO Tarafından Üstlenilmesi



Şekil 2.5 Yap-İşlet-Devret'in GYO'nun Ortağı Olduğu Şirket Tarafından Üstlenilmesi

5

5

GYO Tebliği'nde 2008 yılında yapılan değişiklikten evvel, yap-işlet-devret modeline tanınan yukarıda açıklamış olduğumuz istisna dışında, kişi ya da sermaye şirketi kurmak suretiyle proje geliştirilmesine olanak tanınmamış idi. Tebliğ md. 25 32A'da yapılan değişiklik ile artık GYO'nun mutlaka yap-işlet-devret modeli ile olmaksızın, sermaye şirketi kurmak yolu ile proje geliştirmesine imkân tanınmaktadır. Tebliğ md. 32A/f.I/b(e) ve (f) uyarınca, %5 oranından fazla iştiraka ancak iştirak olunacak ortaklığın, "*iktisap tarihinde gayrimenkullerin ya da 30 gayrimenkule dayalı hakların ekspertiz değeri ... bilanço aktifinin en az % 75'ini*" oluşturmakta ise ya da "*gayrimenkul projelerine ilişkin altyapı hizmetlerinin ... yasal zorunluluklar gereği yalnızca bu hizmetlerin yerine getirilmesi amacıyla sınırlı olarak kurulmuş veya kurulacak şirketler tarafından yapılmasının zorunlu olması halinde*" bu şirketlere iştirak edilecek ise izin verilmektedir. Yukarıda da belirtilmiş 35 olduğu gibi, gayrimenkul projelendirmesi alanında uygulamada en sıklıkla başvurulan yöntem *joint-venture* kurulmasıdır. Ancak bu tip yapılanmalarda dahi, adi ortaklığın sağlayamadığı korporatif yapıya ihtiyaç duyulmuş ve sermayeye katılmalı *joint-venture* yöntemine başvurulmuştur. Değişiklik ile birlikte özellikle Tebliğ md. 32A/f.I/b(e) çerçevesinde, GYO'nun sermayeye katılmalı *joint-venture* kurmasına 40 imkân tanınmaktadır.

2.3 Para ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri

2.3.1 Para ve Sermaye Piyasasına Yatırım

Yukarıda açıklandığı üzere, GYO yalnızca gayrimenkule dayalı hak ve projelere değil, aynı zamanda para ve sermaye piyasası araçlarına da yatırım yapabilmektedir, portföyün bu kısmını, likit malvarlığı olarak adlandırmaktayım. Bu likit yatırımların Tebliğ md. 27 uyarınca portföy değerinin %50'sini aşmaması gerekmektedir. Tebliğ md. 25/f.I'nin a, i ve k bentleri likit yatırım alanlarını düzenlenmektedir. Bunlar sırasıyla, (a) sermaye piyasası araçları ve borsa para piyasası işlemleri ve ters repo işlemleri ile vadeli ya da vadesiz mevduat hesapları, (i) gayrimenkule dayalı olmak kaydıyla yabancı sermaye piyasası araçları ve (k) swap ve forward işlemleri, opsiyon ve (mala dayalı olanlar hariç) vadeli işlem sözleşmeleridir.

Tebliğ md. 25/f.I'nin, 2006 yılında Seri:VI, No:20 sayılı Tebliğ ile değiştirilmeden evvelki şeklinde, portföy yatırımları arasında yer alan sermaye piyasası araçları, gayrimenkule ilişkin olanlar ve olmayanlar olarak ikiye ayrılmış olup, gayrimenkule ilişkin olan sermaye piyasası araçlarına, diğer sermaye piyasası araçlarına nazaran daha fazla yer verilmesi gerekliliği md. 27 ile hükme bağlanmış idi⁵³⁵. Ne var ki, bu ayırım Seri:VI, No:20 sayılı Tebliğ ile kaldırılmış olup, portföy içinde azami %50'lik pay içinde kalmak şartıyla gayrimenkule dayalı olan ve olmayan sermaye piyasası araçlarına, portföy işletmecisinin istediği oranda yatırım yapabilmesine izin verilmektedir. Bu değişiklik, GYO'nun portföy işletmecisini, yatırım tercihleri konusunda serbestleştirmiş olması açısından olumlu olmuştur. Yine de kanımca, söz konusu hükmün Tebliğ'den kaldırılmış olması, portföyün sermaye piyasası araçlarına özgülenmiş kısmının, çoğunluğu itibariyle gayrimenkule ilişkin sermaye piyasası araçlarına ayrılması gerektiği gerçeğini değiştirmemektedir, zira GYO gayrimenkule yatırım yapmak amacıyla kurulmuş bir ortaklıktır ve bu yönüyle diğer ortaklıklardan ve bu açıklama özelinde menkul kıymetler yatırım

⁵³⁵ BELEN, s. 295

ortaklıklarından, gayrimenkule yapılan yatırımları ile ayrılacaktır. O halde, Tebliğ'in portföy işletmecisini piyasadaki şartlara uyum sağlayabilmesi açısından serbest bırakmış olduğu gerçeği akılda tutulmakla birlikte, koşullar el verdikçe, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, diğer sermaye piyasası araçlarına oranla daha fazla yer verilmesi gerektiği unutulmamalıdır. Bu sebeple ben de gayrimenkule ilişkin olan ve olmayan sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırımlar ayrımını koruyacağım.

2.3.1.1 Gayrimenkule İlişkin Sermaye Piyasası Araçlarına Yatırım

Gayrimenkule ilişkin sermaye piyasası araçları dendiğinde öncelikle; gayrimenkul sertifikaları, ipoteğe dayalı menkul kıymetler ve ipotek teminatl menkul kıymetler akla gelir. Nitekim GYO Tebliği'nin, 2006 yılında değişmeden önceki, gayrimenkule ilişkin olan ve olmayan sermaye piyasası araçlarını ayırdığı halinde de, gayrimenkule ilişkin sermaye piyasası araçları olarak, gayrimenkul sertifikaları ile konut kredileri karşılığında ihraç edilen VDMK'lara yapılan yatırımlar sayılmıştır⁵³⁶. Bugünkü mevzuatımızı göz önünde bulundurarak, bu sermaye piyasası araçlarını, gayrimenkul sertifikaları, İDMK ve İTMK olarak sayabiliriz.

Gayrimenkule ilişkin olduğunu belirttiğimiz bu sermaye piyasası araçları, (gayrimenkul sertifikalarında, tasarruf sahibinin seçimlik haklarından biri olan gayrimenkul mülkiyeti talep etme hakkı müstesna tutulduğunda) esasen, hak sahibine gayrimenkule dayalı haklar bahşetmemektedir⁵³⁷. Bununla birlikte söz konusu sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırım, GYO'nun da asıl faaliyet sahasını oluşturan gayrimenkul sektörü için oldukça olumlu sonuçlar doğurmaktadır. Örneğin İDMK ve İTMK'lara yapılan yatırımlar, ipotekli konut kredilerini tüketiciye sunan kredi kuruluşlarının bilançolarını, menkul kıymetleştirme yöntemi ile likit hale getirerek, bu kuruluşların daha fazla ve dolayısıyla daha ucuza konut kredisi

⁵³⁶ İpotek teminatl menkul kıymetler ise, maddenin eski hali ile yürürlükte olduğu dönemde mevzuatımızda olmadığından bu kategori içinde yer almamıştır.

⁵³⁷ Bu sebeple, Belen'in tercih ettiği "gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları" ifadesinin yerindeligi sorgulanabilir. Bk. BELEN, s. 296

vermelerini sağlamaktadır⁵³⁸, bu da konut sektörünün büyümesinde önemli rol oynamaktadır. Gayrimenkul sektörünü ilgilendiren, başkaca sermaye piyasası araçları arasında, kolektif yatırım kuruluşlarına iştirak da değerlendirilebilir. Bu çerçevede diğer GYO'ların hisse senetleri ile gayrimenkul yatırım fonlarının ihraç ettikleri katılma belgelerine yapılması hususuna da burada değinmekte fayda vardır. O halde gayrimenkule ilişkin sermaye piyasası araçlarına yatırımın; menkul kıymetleştirme⁵³⁹ faaliyetlerine yatırım ve kolektif yatırım kuruluşlarına yatırım olmak üzere iki başlık altında değerlendirilmesi mümkün gözükmektedir.

2.3.1.1.1 Menkul Kıymetleştirme Faaliyetlerine Yatırım

10 Bu başlık altında, GYO'nun, menkul kıymetleştirme faaliyetleri sonucu ihraç edilen menkul kıymetlere yapabileceği yatırımlar incelenecektir. Konumuzu herhangi bir menkul kıymetleştirme işleminden kaynaklanan menkul kıymetler değil, gayrimenkule ilişkin aktiflerin menkul kıymetleştirilmesinden kaynaklanan menkul kıymetleştirmeler oluşturacaktır. Zira üst başlığımız "Gayrimenkule İlişkin Sermaye Piyasası Araçlarına Yatırım"dır. Bu çerçevede aşağıda, bir gayrimenkul projesinin menkul kıymetleştirilmesine yönelik olan gayrimenkul sertifikasına yatırım ve ipotek ile teminat altına alınmış konut kredilerinden kaynaklanan alacakların menkul kıymetleştirilmesine yönelik olan ipoteğe dayalı menkul kıymetler ve ipotek teminatlı menkul kıymetler incelenecektir.

20 Aşağıda ayrıntısı ile inceleyeceğimiz yatırımların yanı sıra, Tebliğ'de yatırım yapılabilir nitelikte bir menkul kıymet olarak açıkça zikredilmemiş olmakla birlikte, başka bir GYO'nun gayrimenkul satım ve/veya satım vaadinden kaynaklanan alacakları karşılığı çıkartılan VDMK'lar⁵⁴⁰ da yine gayrimenkule ilişkin menkul kıymetleştirme faaliyetine yatırım olarak değerlendirilebilir. Şöyle ki, bir GYO böyle 25 bir VDMK'yı ihraç ederken yatırım yapmamakta fakat finansman sağlamaktadır,

⁵³⁸ Nursen VATANSEVER, "Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Uygulaması", **Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Cilt I, Sayı 1, 2000, s. 262

⁵³⁹ Gayrimenkul sertifikası çıkartılmasının da, esasen duran varlıklara dayalı bir çeşit VDMK ihracı olduğu yönünde bk. Oğuz Kürşat ÜNAL, "Gayrimenkul Sertifikaları", **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt:IX, Sayı:1-2, Haziran-Aralık 2005, s. 1

⁵⁴⁰ Aşağıda 2.3.2.1.2 no'lu başlık altında bu tip VDMK'ların ihracına ayrıntısı ile değinilmektedir.

buna mukabil başka bir GYO'nun ihraç ettiği VDMK'ları satın alır ise, bu takdirde gayrimenkule ilişkin VDMK'ya yatırım yapılmış olacaktır.

2.3.1.1.1.1 Gayrimenkul Sertifikasına Yatırım

Gayrimenkul alanında yatırım yapmak amacıyla kurulan GYO'nun, 5 gayrimenkul projeleri geliştirilmesi amacıyla ihdas edilen gayrimenkul sertifikalarına yatırım yapması, diğer sermaye piyasası araçlarından daha fazla beklenir. Gayrimenkul sertifikaları hukukumuzda Seri:III, No:19 sayılı Tebliğ ile düzenlenmiştir. Tebliğ hükümleri uyarınca gayrimenkul sertifikalarına yatırım yapan kişi (örneğin GYO), üzerinde sertifika ihraç edilmiş proje tamamlandığında, 10 gayrimenkul sertifikaları karşılığında asli edim olan gayrimenkul mülkiyetini talep edebilecektir. O halde, GYO'nun gayrimenkul sertifikasına yapacağı yatırım, ilk aşamada GYO'nun likit portföyüne yapılan bir yatırım gibi görünse de, sertifikada yer alan vadeler geçtiğinde ve bir takım şartlar yerine getirildiğinde bu yatırımın GYO portföyünün gayrimenkule dayalı haklara dayalı kısmına yapılan bir yatırıma 15 dönüşebileceği dikkate alınarak, GYO portföyünün likit kısmında gayrimenkul sertifikalarına öncelik vermekte fayda vardır.

Bu noktada bir hususu açıklamak gerekir, gayrimenkul sertifikasına yapılan yatırımın, (2.2.1 no'lu başlık atında açıklanan) gayrimenkule dayalı haklara yapılan 20 yatırım kategorisine intikal etmesi için, sertifikada yer alan sürelerin geçmesi ve başkaca şartların yerine getirilmesi gerektiği gibi, sertifika sahibi GYO'nun da sertifika ihraççısından asli edimi talep etmesi gerekmektedir. Bu koşulların sağlandığı haller dışında, gayrimenkul sertifikasına yapılan yatırım, portföyün likit yatırıma ayrılmış yüzdeleri içinde değerlendirilecektir. Gayrimenkul sertifikasının 25 ilgili süreler dolmadan devredilmesi ihtimalinde olabileceği gibi, GYO'nun bir bağımsız bölüm almaya yeterli miktarda gayrimenkul sertifikası edinmemesi halinde ya da yeterli miktarda sertifika edinmiş olmasına rağmen tali edimi talep yetkisini kullanmayı tercih etmesi halinde, yapılan yatırım GYO'nun portföyünün likit kısmında kalmış olacaktır. Nitekim unutmamak gerekir ki gayrimenkul 30 sertifikası esasen bir menkul kıymettir.

Gayrimenkul sertifikasına yatırım yapan GYO'nun, asli ya da tali edim arasındaki seçim yetkisi, seçimlik yetki "*facultas alternativa*" niteliğindedir⁵⁴¹. Buna göre ihraççı (borçlu), yatırımcı GYO'ya (alacaklıya) asli edimi borçlanmış olup, (alacaklı) GYO bu asli edim yerine, dilerse tali edimi talep hakkına sahiptir. Yine de burada gayrimenkul sertifikalarına özgü bir durumun üzerinde durmak gerekmektedir. Şöyle ki, yatırımcı GYO'nun seçimlik yetkisi ancak bir bağımsız bölüm talep edebilecek kadar gayrimenkul sertifikasına sahip olduğu anda doğmaktadır. Yoksa bu şartın gerçekleşmesinden evvel gayrimenkul sertifikası yatırımcısı GYO'nun sahip olacağı yegâne alacak hakkı, tali edime ilişkindir. O halde denilebilir ki, gayrimenkul sertifikalarında alacaklı lehine kurulan seçimlik yetki, geciktirici şartta (en az bir bağımsız bölümü talep hakkına yetecek sayıda sertifika edinme şartına) bağlı bir seçimlik yetkidir.

2.3.1.1.1.2 İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere ve İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlere Yatırım

Varlığa dayalı menkul kıymet türünün, ipotek ile teminat altına alınmış konut kredisi alacaklarına özgü bir çeşidi olan ipoteye dayalı menkul kıymetler, hukukumuzda 12.02.2007 tarihinde, muhtelif kanunlarda değişiklik yapan 5582 sayılı kanun vasıtasıyla girmiştir. Yine aynı kanun ile hukukumuzda dahil olan ipotek teminatlı menkul kıymetler de, ipoteye dayalı menkul kıymetler gibi, gayrimenkul (konut) piyasasının gelişmesi açısından büyük öneme sahip olan menkul kıymetler olup, GYO tarafından, bunlara gayrimenkule ilişkin olmayan sermaye piyasası araçlarına nazaran, öncelikle yatırım yapılması beklenmelidir.

İDMK ihracı, ipotek ile teminat altına alınmış konut kredisi alacaklarının, konut finansmanı fonunda (yani konut finansmanından kaynaklanan benzer nitelikteki alacaklardan oluşan bir alacak havuzunda) toplanarak, bu alacakların İDMK ihracı vasıtasıyla küçük yatırımcıya devredilmesi ilkesinden yola çıkmaktadır.

⁵⁴¹ Seçimlik yetki hakkında bk. **KOCAYUSUFPAŞAOĞLU/HATEMİ/SEROZAN/ARPACI**, §8 8, s. 69

İTMK ihracı ise, yine aynı tür alacaklardan oluşturulan bir alacak havuzunun, menkul kıymet ile ihdas edilen borcun teminatını oluşturması ilkesine dayanmaktadır.

- 5 Gerek İDMK gerek İTMK, gayrimenkul sektörü için büyük önemi haiz olup, özellikle konut piyasasının büyümesine hatırı sayılır oranda katkı sağlayacak menkul kıymet tipleridir. Zira yukarıda işleyiş ilkelerini birer cümle ile özetlediğimiz bu menkul kıymetler esasen, konut finansmanı sağlayan kuruluşların bilançolarının hafiflemesini sağlamaktadır. Şöyle ki, İDMK konut finansmanı sağlayan kuruluşun
- 10 vadeli alacaklarını, bilanço dışına çıkartarak, yerine nakit girişini sağlamakta, İTMK ise, finansman şirketinin bilançosunda kalmaya devam eden alacakların teminatı altında, şirkete likidite sağlamaktadır. O halde, bu menkul kıymetlerin, bilanço dışı (İDMK) ya da bilanço içi (İTMK) menkul kıymetleştirme yöntemi ile finansman
- 15 şirketine nakit girişi sağladığını görmekteyiz. Böylece, ipotek teminatlı konut kredisi alacaklarını menkul kıymetleştiren finansman kuruluşu için, söz konusu krediler, daha az nakit çıkışı ile gerçekleştirilmiş olacaktır⁵⁴². Menkul kıymetleştirme yöntemi ile konut finansmanının, finansman şirketleri açısından daha az nakde mal olması, daha fazla konuta, daha ucuza ve daha uzun vadeler ile kredi verilebileceği anlamına gelir ki, bu da uzun vadede, konut piyasasının büyüüp gelişmesini destekleyecektir.
- 20 İDMK ve İTMK ihraçları yolu ile konut piyasasında yukarıdaki olumlu değişikliklerin gözlemlenebilmesi için bu menkul kıymetlerin hukuki altyapısının hazır olması yetmez. Konut sektöründe, saydığımız faydaların gözlemlenebilmesi için söz konusu menkul kıymetlerin ikincil piyasasının olması ve hatta bu piyasanın işlem hacminin mümkün mertebe geniş olması gerekmektedir⁵⁴³. GYO'nun da
- 25 faaliyet gösterdiği konut sektörüne faydaları göz önünde bulundurulduğunda, İDMK ve İTMK'ya yatırım yapılmasının önemi daha da iyi anlaşılmaktadır. Nitekim gerek İDMK, gerek İTMK ihracına ilişkin SPK Tebliğlerinde, bu menkul kıymetlere yapılacak yatırımlarda, nitelikli yatırımcı olarak yatırım ortaklıklarının (bunun içinde gayrimenkul yatırım ortaklıkları da olmak üzere) yer aldığı görülmektedir.

⁵⁴² ALP, s. 138

⁵⁴³ Burak ADIGÜZEL, *İpotekli Sermaye Piyasası Araçları*, İstanbul 2008, s. 20

2.3.1.1.2 Kolektif Yatırım Kuruluşlarına Yatırım

Gayrimenkule ilişkin sermaye piyasası araçlarına yatırım başlığı altında, GYO'nun tıpkı küçük tasarruf sahibi gibi, gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren kolektif yatırım kuruluşlarının hisse senetleri ya da katılma belgelerine yatırım yapılması hususunun da incelenmesi gerekmektedir. Bu başlık altında herhangi bir hisse senedine ya da fon katılma belgesine yapılan yatırımdan bahsedilmemektedir, özel olarak gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren kolektif yatırım kuruluşlarına yani; gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve gayrimenkul yatırım fonlarına yatırım yapılmasından bahsedilmektedir. Bu yatırım araçlarını, aşağıda 2.3.1.2.1.1 başlığı altında inceleyeceğimiz uzun vadeli klasik sermaye piyasası araçları olan hisse senetleri ve fonlardan ayırmamızın en önemli özelliği, faaliyet sahalarının münhasıran gayrimenkul sektörü olmasıdır.

2.3.1.1.2.1 Diğer Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Hisse Senetlerine Yatırım

Bir GYO'nun diğer bir GYO'nun hisse senetlerini satın almak suretiyle ona yatırım yapmasının, her iki şirketin de aynı sektör alanında faaliyet gösteriyor olması sebebiyle önemli olduğuna yukarıda değinilmişti. GYO Tebliği de md. 32A vasıtasıyla bu tür yatırımları, diğer hisse senedi yatırımlarına nazaran teşvik etmektedir. Şöyle ki; GYO Tebliği md. 25/f.I/b(a) uyarınca GYO'nun sermaye piyasası araçlarına ve bunların içinde yer alan hisse senetlerine yatırım yapması mümkündür. Bu imkân karşısında, GYO'nun diğer GYO hisse senetlerine yatırım yapabileceğinin ayrıca belirtilmesine gerek yok iken, GYO Tebliğinin "iştirak" başlıklı 32/A maddesinin birinci fıkrasının b bendi, GYO'nun "*diğer gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ... iştirak*" edebileceğini hükme bağlamaktadır. Demek ki, GYO Tebliği de, bir GYO'nun diğer bir GYO'nun hisse senetlerine yatırım yapmasına ayrıca önem atfetmektedir. 32A/f.II'de, bu tür iştiraklara GYO Tebliği'nin 26. Maddesinin a ve c bentlerinin uygulanmayacağını düzenlemektedir. GYO Tebliği'nin yatırımlara ilişkin yasakları düzenleyen 26. maddesinin a bendinde GYO'nun hisse senetlerini edinerek yatırım yaptığı ortaklıkta sermayeye ya da

yönetime hâkim olma amacı güdemeyeceği ve bu ortaklıkta sermaye veya oy haklarının %5'inden fazlasına sahip olamayacağı hükme bağlanmaktadır. İşte bu yasaklar, 32A maddesi uyarınca, diğer GYO'ların hisse senetlerine yapılan yatırımlara uygulanmayacaktır. O halde, bir yandan başkaca GYO'ların oy haklarının ya da sermaye haklarının⁵⁴⁴ %5'inden fazlasına sahip olunabilirken, diğer yandan da bir GYO'nun başka bir GYO üzerinde sermayeye ya da yönetime hâkim olma amacı gütmesine de cevaz verilmektedir.

Bu aşamada bir sınırı belirtmekte fayda vardır. GYO Tebliği md. 32A/f.II hükmü uyarınca GYO'ların, diğer GYO hisse senetlerine yapacakları yatırımda %5'ten fazla hatta %100 oranında hisse senedine sahip olmaları mümkündür, ne var ki bu serbesti, GYO'ların portföylerinin en fazla %50'sinin likit unsurlardan oluşabileceği sınırında durmaktadır. Nitekim, GYO Tebliği md. 27/f.I/b(b)'de çizilen sınırlarda, md.25/f.I/b(a)'da gösterilen yatırımlar ile Tebliğ md. 32A'da gösterilen yatırımların portföyün %50'sini aşamayacağı ifade bulunmaktadır. O halde denilebilir ki, belirli sınırlar da tanımakla birlikte, Tebliğ, GYO'ların diğer GYO'ların hisse senetlerine yatırım yapmasını teşvik etmektedir⁵⁴⁵.

2.3.1.1.2.2 Gayrimenkul Yatırım Fonları Katılma Belgelerine Yatırım

SerPK md. 37 uyarınca ülkemizde gayrimenkul yatırım fonları kurulması için gerekli kanuni altyapı mevcuttur⁵⁴⁶. Ne var ki, bu kanun hükmünün uygulanabilmesi için, SPK'nın bir düzenleyici işlem vasıtasıyla, gayrimenkul yatırım fonlarının kuruluş ve işleyişini ayrıntılarını düzenlemesi gerekmektedir, bugün itibariyle ise,

⁵⁴⁴ Oy haklarının %5'inden fazlası dendiğinden başka, sermaye haklarının %5'inden fazlası ifadesinin kullanılmasındaki gaye kanımca, oydan yoksun hisse senetlerinin iktisap edilmesi halinde, oy hakkının %5'inin aşılmamış olmasına rağmen, kar payı hakkının (Tebliğin ifadesi ile sermaye hakkının) %5'inden fazlasına hak tanınması ihtimalini de önlemektir.

⁵⁴⁵ Tebliğ, 32/A numaralı maddesiyle GYO'ların, yalnızca diğer GYO hisse senetlerine değil, işletmeci ortaklıklara, yap-işlet-devret projelerini yürütmek amacıyla kurulan ortaklıklara, faaliyet konusu yalnızca gayrimenkul olan yurt dışındaki şirketlere de yatırım yapmasını aynı şekilde teşvik etmektedir.

⁵⁴⁶ SerPK md. 37/f.I hükmü şu şekildedir; “*Bu Kanun hükümleri uyarınca 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 mal varlığına Yatırım Fonu adı verilir.*”

SPK'nın gayrimenkul yatırım fonlarına ilişkin bir düzenleyici işlemi (Tebliği) yoktur, bu sebeple gayrimenkul yatırım fonları kurulamamaktadır. Üstelik yatırım fonlarına ilişkin genel nitelikli Tebliğ'de dahi, bu Tebliğ hükümlerinin gayrimenkul yatırım fonlarına uygulanamayacağı açıkça yer almaktadır⁵⁴⁷. Yine de kanımca, idarenin (SPK'nın) düzenleyici bir işlemi yapmak konusunda ihmalkâr davranıyor olması, kanunen yapılması mümkün olan bir yatırım konusunda görüş beyan etmeye engel teşkil etmemelidir. Bu sebeple, uygulaması bugün için mümkün olmamakla birlikte, GYO'nun gayrimenkul yatırım fonu katılma belgelerine yatırım yapması ihtimalini de değerlendirmekteyim.

10 GYO Tebliği'nde, diğer GYO'ların hisse senetlerine yapılabilecek yatırımlarda olduğu gibi, GYO'ların gayrimenkul yatırım fonları katılma belgelerine yatırım yapması açıkça ifade bulmamış olmakla birlikte, kanımca, GYO'nun diğer sermaye piyasası araçlarına nazaran, gayrimenkul yatırım fonlarına öncelikle yatırım yapması gerekmektedir. Seri:VI, No:21 sayılı Tebliğ ile 2008 yılında Tebliğ md. 15 26/f.I/b(c)'ye eklenen ifade sayesinde, GYO'nun yatırım fonlarına yatırım yaparken, bunların katılma belgelerinin teşkilatlanmış bir piyasada işlem görmesi şartının aranmayacağı hükme bağlanmıştır. Bu yolla Tebliğ GYO'nun yatırım fonlarına yatırımını kolaylaştırmayı amaçlamıştır. Ancak bunu yaparken, gayrimenkul yatırım fonlarına özel bir ayrıcalık tanınmamış, bu olanak tüm yatırım fonlarına yönelik olarak öngörülmüştür.

Gayrimenkul yatırım fonu da GYO gibi gayrimenkul sektörünün planlı ve mevzuata uygun olarak büyümesi ve gelişmesini teşvik amacıyla ihdas edilmiş bir kurumdur. Yalnızca kanun koyucunun ihdas gayesindeki benzerlik değil, hukuki yapısı (kolektif yatırım kuruluşu olması) açısından da GYO'lar ile benzerlik gösteren 25 fonlara yatırım yapılması, GYO'nun amacı doğrultusunda gayrimenkul sektörünün gelişmesi açısından önem arz edecek niteliktedir. Bu sebeple, SPK'nın gayrimenkul

⁵⁴⁷ Seri:VII, No:10 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin amaç başlıklı 1. maddesi hükmü şu şekildedir; **“Bu Tebliğ ile gayrimenkul yatırım fonları hariç, yatırım fonlarının kuruluşlarına, faaliyet ilke ve kurallarına, katılma belgeleri ile bunların halka arzına ve kamunun aydınlatılmasına ilişkin esaslar düzenlenmiştir.”**

yatırım fonlarının kuruluş ve işleyiş esaslarına ilişkin bir Tebliğ hazırlaması⁵⁴⁸ ve ilan etmesini, müteakip GYO Tebliği'ne, GYO'nun gayrimenkul yatırım fonlarına ne şekilde ve hangi şartlarla yatırım yapabileceğine ilişkin hükümler eklenmesinin yerinde olacağını düşünüyorum.

2.3.1.2 Gayrimenkule İlişkin Olmayan Sermaye Piyasası Araçlarına Yatırım

5 GYO Tebliği'nin, yatırım faaliyetlerini düzenleyen 25. maddesinin iki bendinde, gayrimenkule ilişkin olmayan sermaye piyasası araçlarına yapılabilecek yatırımlar düzenlenmektedir. Bu bentler ilgili maddenin a ve k bentleridir. 25. maddenin a bendi uyarınca GYO *“sermaye piyasası araçlarını alabilir ve satabilir, borsa para piyasası ve ters repo işlemi yapabilir, Türk Lirası veya yabancı para*
10 *cinsinden vadesiz ve vadeli mevduat hesabı açtırabilir”*, k bendi uyarınca ise *“swap ve forward işlemleri yapabilir, opsiyon yazabilir, mala dayalı olanlar hariç vadeli işlem sözleşmeleri alabilir”*.

GYO'nun gayrimenkule ilişkin olmayan sermaye piyasası araçlarına yatırım yapması, gerçek anlamda portföy yatırımından ziyade, riskin dağıtılması ilkesi çerçevesinde yapılabilecek türden ve/veya nakit ihtiyacının karşılanması amacıyla yapılacak işlemlerdir. Yani bu yatırımlar GYO'nun esas anlamda portföy işletmeciliğinin bir unsuru değildir. Zira GYO'nun işlettiği portföy gayrimenkul portföyüdür. Bu yatırım araçlarından bir kısmı uzun vadeli sermaye ve türev piyasası araçları niteliğinde olup riskin dağıtılması ilkesi çerçevesinde portföye dahil edilmektedir. Diğer kısmı da, GYO'nun ani nakit ihtiyaçlarını karşılayabilmesini

⁵⁴⁸ SPK'nın bir gayrimenkul yatırım fonu Tebliği oluşturmak konusunda hazırlık içerisinde olduğunu görmek mümkündür. Her ne kadar bir Tebliğ taslağı yayımlanmış değilse de, bu husustaki ipuçlarını bir yandan 03.04.2008 tarihinde yayımlanan *“Gayrimenkul Yatırım Fonları: Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar ve Türkiye İçin Öneriler”* başlıklı Erkan Özgüç imzalı araştırma raporundan, diğer yandan da bugün SPK başkanlığını üstlenmiş olan, zamanının ikinci başkanı Turan Erol'un, 26.12.2006 tarihinde yapmış olduğu, *“Kamu altyapı yatırımlarının sermaye piyasaları aracılığıyla finansmanı”* başlıklı konuşmasından edinmek mümkün. Bk. Erkan ÖZGÜÇ, *“Gayrimenkul Yatırım Fonları: Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar ve Türkiye için Öneriler”*, **Kamuya Açık Araştırma Raporu**, Ankara 2008, s. 35 vd.; Turan EROL, **Kamu Altyapı Yatırımlarının Sermaye Piyasaları Aracılığıyla Finansmanı**, SPK 7. Arama Konferansı'nda yapılan konuşmanın metni, Ankara 2006, s.

sağlayacak türde likit bir portföye sahip olmasını amaçlayan, nakit benzeri kısa vadeli yatırımlardır.

2.3.1.2.1 Uzun Vadeli Sermaye ve Türev Piyasası Araçlarına Yatırım

2.3.1.2.1.1 Sermaye Piyasası Araçlarına Yatırım

5 GYO Tebliği md. 25/f.I/b(a) uyarınca, GYO yatırım faaliyeti olarak “*sermaye piyasası araçlarını alabilir ve satabilir.*” Bu hüküm, GYO’nun bir ayırım yapılmaksızın tüm sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmasına izin vermektedir. Hükümün Seri:VI, No:20 sayılı Tebliğ ile değişmeden önceki halinde; GYO’nun yatırım yapabileceği bazı (gayrimenkule ilişkin) sermaye piyasası araçları a bendinde 10 sayılmakta, b bendinde ise a bendinde sayılanların yanı sıra diğer sermaye piyasası araçlarını da alıp satabileceği hükme bağlanmakta idi. a ve b bendinde sayılan sermaye piyasası araçlarına farklı yüzdelerle yatırım yapılabildiği düzenlemeden, gayrimenkule ilişkin olup olmadığına bakılmaksızın tüm sermaye piyasası araçlarına yatırımın aynı yüzdelerle değerlendirildiği yeni bir sisteme geçilmiştir. Bu 15 bağlamda, örnekleyici sayımdan ayrılınarak, tüm sermaye piyasası araçlarının alınıp satılmasına izin verilmesi kanımca yerinde olmuştur.

Bugünkü düzenleme uyarınca GYO portföy değerinin %50’sini aşmamak şartıyla, tüm sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilmektedir. Buna göre GYO, 20 hisse senetlerine, fon katılma belgelerine, tahvillere, katılma intifa senetlerine, kar ve zarar ortaklığı belgelerine, banka bonolarına, finansman bonolarına, varlığa dayalı menkul kıymetlere, varlık teminatlı menkul kıymetlere yatırım yapabilecektir. GYO’nun tüm bu sermaye piyasası araçlarına yapacağı yatırım, GYO olmayan bir ortaklığın bu araçlara yapacağı yatırımdan farklı özellikler taşımamaktadır.

25 Sermaye piyasası araçlarına yapılabilecek yatırımlar GYO’ya özgü nitelikler taşımamakla birlikte, bu yatırımlara GYO’ya özgü bir takım sınırlamalar getirilmiştir. Sermaye piyasası alanına yapılan yatırımların (GYO Tebliği md.

32A’da gösterilen iştirak hallerine ilişkin daha ağır sınırlamalar ile birlikte) portföy değerinin %50’sini aşmaması şartının yanı sıra, GYO Tebliği md. 26’da sermaye piyasalarına yapılan yatırımlara ilişkin bir takım ek sınırlamalar getirilmiştir.

- 5 GYO Tebliği md. 26/f.I/b(a) uyarınca GYO’lar “*hiçbir şekilde hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların sermayesine ve yönetimlerine hâkim olma amacı güdemez ve hiçbir ortaklıkta sermaye veya oy haklarının %5’inden fazlasına sahip olamazlar.*” Hüküm, sermaye piyasası araçlarından, hisse senetlerine yapılabilecek yatırımları kısıtlayıcı nitelik arz etmektedir. Hüküm, hisse senedi iktisap etmek
- 10 isteyen GYO’yu iki yönden sınırlamaktadır. Bu sınırlamalardan ilki iktisap gayesi yönünden, ikincisi de hisse senedi miktarı yönünden sınırlamadır.

- İkinci ve yorumlanması daha basit olan sınırlamadan başlayalım. Tebliğ hükmü, GYO’nun hisse senedini iktisap ettiği ortaklıkta sermaye ve oy haklarının
- 15 %5’inden fazlasının kazanılmasına izin vermemektedir. Bu sınırlamadaki sermaye haklarının %5’inden anlaşılması gereken, çıkartılmış sermayenin %’5’idir. Sermaye oranının, oy hakkından ayrılmasının sebebi, kar payı imtiyazlı hisse senetlerine ya da oydan yoksun hisse senetlerine yatırım yapılmış olabileceğinin dikkate alınmış olmasından kaynaklanmaktadır.

- 20 SerPK md. 11/f.VIII hükmünde yer alan %5 sınırı ile Tebliğ md. 26’da yer alan %5 sınırı arasındaki paralellik dikkat çekicidir. Bu durumda, oy haklarının %5’inden daha fazlasının iktisap edilmemesine özen gösterilmesinin sebebinin, GYO’ya hisse senetlerini edindiği ortaklıkta azınlık haklarını kullanma şansının verilmemesinin olup olamayacağının değerlendirilmesi gerekmektedir. Kanımca
- 25 GYO’nun, hisse senedine yatırım yaptığı ortaklıkta, azınlık haklarını kullanan aktif bir pay sahibi ve hatta hâkim olmaya çalışan bir pay sahibi gibi faaliyet göstermesinin önüne geçilmek istenmiştir ancak Tebliğ yapımındaki bir özensizlik sebebiyle GYO’nun azınlık haklarını kullanması tam olarak engellenememiştir. Şöyle ki, SerPK md. 11/f.VIII, ödenmiş sermayenin %5’ine veya fazlasına sahip
- 30 ortağa azınlık haklarını kullanması olanağını tanımaktadır, Tebliğ md. 26/f.I/b(a)’nın mevhumu muhalifinden ise GYO’nun %5 ve altında sermaye ve oy hakkına sahip

olmasına izin verildiği anlaşılmaktadır. Bu durumda şayet GYO, hisse senedine yatırım yaptığı ortaklığın çıkartılmış sermayesinin tam olarak %5'ine sahip ise, bu ortaklıkta SerPK md. 11/f.VIII uyarınca azınlık haklarını kullanabileceği gibi, söz konusu ortaklığa yapılan bu yatırım oranı Tebliğ md. 16/f.I/b(a) ile de engellenmiş olmayacaktır. Kanımca Tebliğ md. 26/f.I/b(a) ile engellenmek istenen azınlık haklarının kullanılması sorunu, bendte “%5’inden fazlasına” ifadesinin “%5’ine veya %5’inden fazlasına” şekilde değiştirilmesi ile çözülebilir.

10 Tebliğ md. 26/f.I/b(a)’da yer alan ikinci sınırlama, GYO’nun hisse senedine yatırım yapılan ortaklıkta hâkimiyet kurmasını önlemeyi amaçlamaktadır. Şöyle ki, bentte GYO’nun bir ortaklığın hisse senetlerini iktisap ederken, ortaklığın sermayesine ya da yönetimine hâkim olma gayesi içinde olmaması şart koşulmaktadır. Elbette GYO’nun bir amaç gütmesi başlı başına yasaklanması gereken bir husus değildir zira hukukumuzda başlı başına amaç gütmek (irade) değil, 15 belirli amaçlar doğrultusunda bu amaçları dışa vuran davranışlarda bulunmak (iradeyi dışa yansıtmak) yasaklanmaktadır. O halde, GYO’nun da yalnızca bir amaç gütmesi değil, bu amaç doğrultusunda, yani hisse senetlerini iktisap ettiği ortaklık üzerinde hâkimiyet kurma amacı doğrultusunda hareket etmesinin yasaklandığı kabul edilmelidir. Hâkimiyet kurma amacının (iradesinin) GYO’nun yönetim kurulunda 20 aranması gerekmektedir. GYO’ya yasaklanan hâkimiyetin, sermaye ve yönetim alanlarında olduğu bentte ifade edilmiştir. Bent, hâkimiyetin hisse senedi çoğunluğu ile sağlanmasına açıkça engel olduğundan, hükmün bu hakların imtiyaz yolu ile elde edilmesinin önün geçilmesini sağlamayı amaçladığı anlaşılmaktadır. Başka bir deyişle, ortaklığın %5 sınırında kalsa dahi, yönetimde imtiyaz tanıyan nitelikte 25 paylar edinmesi, hakimiyet kurmak amacı güdüldüğünü gösterdiğinden, yasak kabul edilmelidir.

GYO Tebliği md. 26/f.I/b(c), sermaye piyasalarına yapılacak yatırımlara ilişkin olarak borsa kanalıyla yatırım yapma sınırı getirmektedir. Hükme göre, GYO’nun 30 (yatırım fonları katılma belgeleri hariç) mutlaka teşkilatlanmış piyasalarda işlem gören sermaye piyasası araçlarına yatırım yapması zorunludur. Ülkemizde teşkilatlanmış tek sermaye piyasası İMKB olduğundan, GYO’nun Türkiye’de

yapacağı sermaye piyasası yatırımlarını, mutlaka İMKB’de işlem gören, yani İMKB’ye kote ya da kayıtlı sermaye piyasası araçlarına yapması gerekecektir. Ayrıca bu araçların devir işlemlerinin de mutlaka İMKB kanalıyla yapılması zorunlu tutulmuştur.

- 5 GYO’nun genel olarak sermaye piyasası işlemlerini yapabilmesine, GYO Tebliği md. 25/f.I/b(a)’da izin verilmektedir. Bu genel düzenlemeden sonra, GYO Tebliği md. 26/f.I/b(e), bir tür sermaye piyasası işlemi olan menkul kıymetlerin açığa satımı işlemini yasaklamaktadır⁵⁴⁹. Seri:VI, No:21 sayılı Tebliğ ile 2008 yılında yapılan değişiklikten evvel, GYO açığa satış işleminde menkul kıymeti ödünç alan olamayacağı gibi, ödünç veren de olamayacağı şekilde mutlak olarak yasaklanmış idi. Tebliğ md. 26/f.I/b(e)’de yapılan değişiklik ile GYO’nun menkul kıymetlerin açığa satış işlemlerinde yalnızca ödünç alan olması engellenmiş olup, ödünç veren olmasına bir engel getirilmemiştir. Aynı Tebliğ değişikliği ile md. 25/f.I/b(a)’ya getirilen ekleme ile GYO’nun menkul kıymet ödünç vermesi halinde, 15 tabi olduğu sınırlar belirtilmiştir. Tebliğ md. 25/f.I/b(a) uyarınca, ödünç verme işlemi, SPK’nın düzenlemeleri çerçevesinde gerçekleştirilecektir⁵⁵⁰. GYO’nun portföyünde bulunan menkul kıymetlerden, en fazla %25’ini ödünç verme yetkisi vardır. Bent uyarınca, ödünç işleminin azami 90 gün süre ile yapılmasına ve tamamı karşılığında nakit ya da devlet iç borçlanma senedinden oluşacak bir teminatın bloke 20 edilmesi şartı ile verilmesine izin verilmektedir. Teminatın, ödünç verilen menkul kıymetlerin piyasa değerinin %80’inin altına düşmesi halinde ise, ek teminat istenebilecek ve ödünç verme sözleşmesine mutlaka GYO lehine fesih hükmü konulacaktır.

⁵⁴⁹ Menkul kıymetlerin açığa satımı işlemi, özetle borsada işlem gören bir menkul kıymetin düşüş eğiliminde olduğunu düşünen bir yatırımcı tarafından, üçüncü kişi mülkiyetinde olan bu menkul kıymeti ondan ödünç almak yöntemiyle yüksek fiyattan satması, sonradan düşen fiyattan geri alması aradaki farkı kar ederek, bu karın bir miktarını ödünç verene ödemesi prensibine dayanmaktadır. Ne var ki, menkul kıymetin açığa satımı işlemini yapan kişi şayet menkul kıymetin düşüş eğiliminde olduğu hususunda yanılıyor ise, zarar etme riskine girer.

⁵⁵⁰ SPK’nın, menkul kıymetlerin açığa satışı işlemin düzenlendiği bir düzenleyici işlemi (örneğin Tebliğ) yoksa da, açığa satış çerçeve sözleşmesinde bulunması gereken asgari unsurlar, SPK’nın bir duyurusu ile tespit edilmiştir.

Bk. çevrimiçi: <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=21&fn=21.pdf>

2.3.1.2.1.2 Türev Piyasası Araçlarına Yatırım

GYO Tebliği md. 25/f.I/b(k) uyarınca GYO'lar “*swap ve forward işlemleri yapabilirler, opsiyon yazabilirler, mala dayalı olanlar hariç vadeli işlem sözleşmeleri alabilirler.*” Tebliğ koyucu, GYO'nun yatırım faaliyetleri arasında türev araçlara yapılacak yatırımların da olabileceğini k bendinde hükme bağlamıştır. Ne var ki, bu düzenlemeyi sermaye piyasası araçlarına yapılacak yatırımlarda (a bendi) olduğu gibi genel bir düzenleme ile değil sayma yöntemi ile yapmıştır. Tebliğ koyucunun a ve k bentlerinde farklı yöntemler benimsemesi, tüm türev araçlara yatırıma Tebliğ'ce izin verilmediği, GYO'nun türev araçlardan yalnızca k bendinde sayılanlara yatırım yapabileceği şekilde anlaşılmalıdır.

10 Tebliğ'de türev araçlara yapılacak yatırıma yalnızca sınırlı sayıda sayma yöntemi ile değil, aynı zamanda iktisap gayesi anlamında da bir sınırlama getirilmektedir. GYO Tebliği'nin yatırım faaliyetlerine ilişkin 25. maddesinin k bendinde sayılan türev araçlara yatırım yapılması, yine aynı bent ile ve GYO Tebliği md. 26/f.I/b(f) ile “*risklere karşı korunmak amacıyla*” sınırlandırılmıştır. Türev piyasalardaki işlemler çeşitli amaçlarla yapılabilmektedir; bunlar, riskten korunma, 15 spekülasyon ya da arbitraj amaçları olabilir⁵⁵¹. GYO Tebliği md. 25/f.I/b(k) ile GYO'nun, spekülasyon ve arbitraj amacı ile türev piyasası araçlarına yatırım yaparak kar elde etmesi yasaklanmaktadır⁵⁵². O halde, GYO'nun türev piyasalara yatırım yapması ancak portföy işletmeciliği ilkelerinden portföyün çeşitlendirilmesi, riskin 20 dağıtılması ilkesi çerçevesinde düşünülebilir, salt portföy karını artırmak amacıyla türev araçlara yatırım yapılmasına izin verilmemektedir⁵⁵³. Türev araçlara yapılan yatırımın mutlaka riskin dağıtılması ilkesi çerçevesinde yapılacak olması GYO Tebliğinin yalnızca 25. maddesinde değil, yatırımlara ilişkin yasakların düzenlendiği 26. maddesinin f beninde de ayrıca hükme bağlanmıştır.

⁵⁵¹ Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri, Sermaye Piyasası Kurulu Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçığı No:8, s. 4

⁵⁵² Arbitraj amaçlı işlem şu şekilde tanımlanmaktadır; “*Aynı anda, aynı vadeli işlem sözleşmelerinin işlem gördüğü piyasalardaki fiyat farklarından veya spot piyasa ile vadeli piyasa arasındaki fiyat farklılıklarından faydalanarak kar elde etmek amacıyla yapılan işlemlerdir. Aynı anda bir piyasada alım, diğer piyasada da satım yapıldığı için açık pozisyon taşınmamakta, yani herhangi bir risk alınmamaktadır.*” Bk. Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri, Sermaye Piyasası Kurulu Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçığı No:8, s. 4

⁵⁵³ ÜNAL, Sermaye Piyasası, s. 540

Yukarıda saydığımız sınırlamalar göz önünde bulundurularak, türev araçlara yatırım yapacak GYO'nun korunma (*hedging* - riskin dağıtılması) amacıyla swap ve forward işlemleri yapmasına, opsiyon yazmasına, mala dayalı olanlar hariç vadeli işlem sözleşmeleri almasına olanak tanınmıştır. Türkiye'de Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası mevzuatı uyarınca opsiyon sözleşmesi yazmak mümkün ise de bugün ülkemizde opsiyon sözleşmeleri işlem görmemektedir. Gerek 25. maddenin k beninde gerekse 26. maddenin f beninde bahsi geçen "*risklere karşı korunma*" döviz kurunda, faiz oranlarında ya da borsa endeksindeki değişim risklerine karşı olan korunmadır.

Faaliyet alanı gayrimenkul sektöründen ibaret olan GYO'nun, türev piyasalardaki yatırımları yalnızca korunma amacına yönelik olduğundan, emtiaya dayalı vadeli işlem sözleşmelerine (VİS) yatırım yapılmasına olanak tanınmamıştır. Bu husus GYO Tebliği md. 25/f.I/b(k)'da belirtilmekte ve yatırım yasaklarına ilişkin md. 26/f.I/b(d)'de tekrar edilmektedir. Kanımca, Tebliğ ile getirilen bu sınırlama yerinde olmuştur. GYO'nun pamuk, buğday ya da altın gibi emtiaya dayalı VİS'lerine yatırım yapması, başka bir deyişle bu emtianın fiyatlarında oluşabilecek değişim riskine karşı kendisini koruması anlamlı değildir, zira GYO bu alanlarda değil, münhasıran gayrimenkul alanında yatırım yapmaktadır. Dolayısıyla bu alanlarda doğan bir riski de söz konusu değildir. Bugün Türkiye'de işlem görmemekle birlikte mala dayalı VİS'lerden, örneğin demire dayalı VİS, demir fiyatındaki dalgalanmalara karşı, gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren GYO'ların bir takım risklerine karşı koruma sağlayabilir. Yine de esas itibariyle, GYO'nun gayrimenkul sektöründe yapacağı yatırımlar ile kısmen sermaye piyasasında yaptığı yatırımları etkileyebilecek nitelikteki riskler döviz, faiz ya da borsa endeksinde meydana gelebilecek dalgalanmalardan kaynaklanan riskler olabilir, ki bu risklere karşı GYO'nun kendini, VİS'ler vasıtasıyla korumasına olanak tanınmıştır.

GYO Tebliği md. 25/f.I/b(k)'daki düzenlemeye ilişkin bir eleştiri forward işlemi ile vadeli işlem sözleşmelerinin yatırım yapılabilecek değişik türev araçlarını

gibi yazılmış olmasına getirilebilir. *Forward* işlemlerinin (ya da teşkilatlanmış piyasalarda işlem gören tür *forward* işlemlerine verilen isim olan *futures* işlemlerinin) mahiyeti itibariyle vadeli işlemler sözleşmelerinden bir farkı yoktur, bunlardan ilki (*futures*) aynı türev aracın İngilizcesi olup, diğeri Türkçesidir⁵⁵⁴.

- 5 Bugün ülkemizde faaliyet gösteren Vadeli İşlemler ve Opsiyon borsası ise, bu terimler arasında Türkçesini tercih etmiş ve kullanmaktadır. Bu sebeple, Tebliğ’de de söz konusu türev aracın yalnızca Türkçe isminin (“vadeli işlem sözleşmesi”) kullanılmasında fayda vardır. Vadeli işlemler hukukumuzda Seri:V, No:65 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme
- 10 İşlemleri Hakkında Tebliğ’de düzenlenmektedir.

2.3.1.2.2 Nakit Benzeri Kısa Vadeli Yatırımlar

- GYO’nun gayrimenkul portföyünü uzun vadeli yönetim esaslarına göre işletmesi gerektiğini, yukarıda 2.1.1.3 no’lu başlık altında açıklamıştık. GYO’nun yatırım faaliyetlerini uzun vadeli yönetim esaslarına göre gerçekleştirmesi gerektiği
- 15 Tebliğ ile hüküm altına alınmışsa da, bu faaliyetlerin gerçekleştirilmesinde nakde ihtiyaç duyulacağı da aşikârdır. GYO özellikle düzenli vergisel ödemelerini, çalışanlarının primlerini, yatırım yapmak istediği alanda ihtiyacı olan ani nakit ihtiyacını karşılamak için likit kaynaklara ihtiyaç duyacaktır. GYO’nun ihtiyaç duyduğu nakdi, uzun vadeli yatırımlarını nakde çevirerek karşılaması portföyüne
- 20 zarar verebileceğinden, portföyünün bir kısmının likit tutulmasında fayda vardır. Bu çerçevede GYO Tebliği’nin yatırım faaliyetlerine ilişkin 25. maddesinin a bendinde GYO’nun “*Türk Lirası veya yabancı para cinsinden vadesiz veya vadeli mevduat hesabı*” açtırabileceği hükme bağlanmaktadır. GYO portföyünün en likit kalemi mevduat hesaplarıdır.

- 25 Portföyün likit kısmı olarak adlandırdığımız yatırımlardan, vadeli ve vadesiz mevduat hesaplarını, diğer yatırımlardan ayırmak gerekmektedir, zira portföyün bu kısmı esasen nakit paranın bir üçüncü kişi (banka ya da mevduat toplamaya yetkili

⁵⁵⁴ ÜNAL, Sermaye Piyasası, s. 540, İsmail KIRCA, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri**, Ankara 2000, s. 46

başka bir kurum) elinde muhafaza edilmesinden başka bir şey değildir⁵⁵⁵. GYO portföyünün vadeli ya da vadesiz mevduat hesabında muhafaza edilen kısmı, portföy değerinin %10'undan fazla olması Tebliğ md. 27/f.I/b(b) ile yasaklanmıştır.

- 5 GYO gibi büyük montanlı harcamaları olabilen bir ortaklığın ihtiyaç duyacağı türden nakdin yalnızca mevduat hesaplarında değerlendirilmesi profesyonel portföy işletmeciliği ilkesi karşısında olağan görülmemelidir. Bu sebeple Tebliğ'de GYO'nun nakdini değerlendirmesini sağlayacak kısa vadeli yatırımlar öngörülmüştür. Bunlar, ters repo işlemleri olabileceği gibi, sermaye piyasalarından farklı olarak kısa vadeli fonların değerlendirildiği, borsa para piyasası satım işlemleri de olabilir.

2.3.1.2.2.1 Ters Repo İşlemi

- 15 GYO bir ters repo işlemi yaptığında, sözleşmesinin karşı tarafı (olan örneğin banka) da repo işlemi yapmaktadır. Repo ve Ters Repo işlemleri SPK'nın Seri:V, No:7 sayılı Menkul Kıymetlerin Geri Alma ve Satma Taahhüdü ile Alım Satımı Hakkında Tebliğ'inde düzenlenmiştir. Repo işlemi İngilizce "*repurchase agreement*" ifadesinin, Türkçesiyle geri alım anlaşması ifadesinin, kısaltmasıdır⁵⁵⁶. Bu anlaşmaya göre repo yapan kimse, bir miktar menkul kıymeti belirli bir fiyattan, ters repo yapan GYO'ya satmakta; belirledikleri bir vadede de, ters repo yapan GYO aynı miktar 20 menkul kıymeti daha yüksek bir fiyattan repo yapan kimseye geri satmayı taahhüt etmektedir. İkinci satış fiyatı ile ilk satış fiyatı arasındaki fark, GYO'nun nakdini değerlendirme fırsatı sağlayan kimsenin finansman bedelini oluşturmaktadır. Bu yöntemle GYO elindeki serbest nakdi kısa vadeli olarak değerlendirme imkânı bulmaktadır.

⁵⁵⁵ Kürşad Nuri TURANBOY, "Tasarruf Mevduatı Sözleşmesinin Niteliği", **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt:I, Sayı 1, Ankara Haziran 1997, s. 290

⁵⁵⁶ Nuran Cömert DOYRANGÖL, **Repo ve Ters Repo İşlemleri**, İstanbul 1996, s. 1

2.3.1.2.2.2 *Borsa Para Piyasası Satım İşlemi*

GYO'nun portföy işletmeciliği faaliyetleri esnasında nakit fazlası doğabilir. Bu nakit fazlasını doğru bir uzun vadeli yatırıma yatırmadan evvel GYO'nun nakdini para piyasasında değerlendirmesi ve böylece faiz kazancı sağlaması mümkündür.

- 5 GYO Tebliği md. 25/f.I/b(a)'da GYO'nun borsa para piyasası işlemleri yapmasına izin verilmektedir. Böylece GYO'nun, nakdini kısa vadeli yatırımlar ile değerlendirmesine olanak sağlanmaktadır.

- 10 Borsa para piyasası Takasbank bünyesinde işlemektedir. Borsa para piyasası işlemleri Takasbank'ın 1996 yılında yayımlamış olduğu Borsa Para Piyasası Uygulama Esasları'nda düzenlenmektedir⁵⁵⁷. Bu uygulama esaslarına göre borsa para piyasası işlemlerinin vadesi gecelik olup, nakit fazlası olan kişiler ile nakit ihtiyacı olan kişilerin bu taleplerinin karşılaşması amaçlanmaktadır. Özetle, para piyasası işlemleri kısa vadeli nakit ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik bir müessesedir.
- 15 GYO'nun, faaliyetleri esnasında nakit fazlası meydana gelirse, bu müessese aracılığıyla, dilediği kadar nakdi, belirleyeceği faiz oranı ve bölünebilirlik koşullarıyla, nakit ihtiyacı olan kimselere aktarması ve bunun karşılığında da kazanç elde etmesi mümkündür.

- 20 GYO Tebliği md. 25/f.I/b(a)'da, GYO'nun bir ayırım yapılmaksızın para piyasası işlemleri yapmasına izin verilmektedir. Para piyasası işlemleri yukarıda açıkladığımız üzere GYO'nun elinde bulundurduğu fazla nakdin piyasaya sunulması ("satım") şeklinde olabileceği gibi, nakit ihtiyacının karşılanması ("alım") şeklinde de olabilmektedir. Ne var ki, GYO'nun, borsa para piyasasında alım işlemi yaptığı
- 25 halde, 25. madde başlığında gösterildiği gibi bir "yatırım faaliyeti" değil bir finansman sağlama (borçlanma) faaliyeti yapılmış olacaktır. Bu sebeple söz konusu ihtimal, aşağıda 2.3.2.2.1 no'lu başlık altında değerlendirilecektir.

⁵⁵⁷ Bk. çevrimiçi; <http://www.takasbank.com.tr/userfiles/documents/pdf/pdf96/115.pdf>

2.3.2 Sermaye ve Para Piyasası Kuruluşları Aracılığıyla Finansman

GYO'nun yukarıda ayrıntısı ile açıkladığımız çeşitli yatırım faaliyetlerinin tamamını öz kaynakları ile gerçekleştirmesi karlı olmadığı gibi, çoğunlukla olanaklı da değildir. Türkiye'de GYO'lar ise çoğunlukla portföy işletmeciliğinden elde ettikleri geliri, yatırımcılarına (örneğin temettü olarak) dağıtmaktan ziyade, öz sermayeleri ile gayrimenkul yatırımı finanse etmek için kullanmaktadır⁵⁵⁸. Gerçek bir kolektif yatırım ortaklığının ise yatırımcısını elde ettiği gelirden faydalandırması ve yatırımlarını öz kaynaklarından ziyade, aşağıda açıklayacağımız çeşitli dış finansman yolları ile finanse etmesi gerekmektedir. GYO finansman sağlamak konusunda çeşitli alternatiflere sahiptir, bu alternatifler banka kredisi almak ya da bono veya tahvil ihraç etmekten, menkul kıymetleştirmeye başvurmaya kadar çok geniş bir yelpazeye yayılmaktadır. Bu finansman alternatifleri, GYO'nun faaliyetlerini devam ettirmesinde büyük önemi haiz olmakla birlikte, her zaman GYO'ya özgü nitelikler taşımayabilir. Örneğin, bir GYO'nun bankadan ticari kredi ya da teminat mektubu almasının, bir sanayi ya da turizm şirketinin kredi ya da teminat mektubu almasından hukuken bir farkı yoktur. Aynı şekilde, GYO'nun, tahvil ihraç etmesinin, başkaca bir ortaklığın tahvil ihraç etmesinden bir farkı görülmez⁵⁵⁹. Çalışmamın sınırlarını aşip, ortaklıkların çeşitli finansman yöntemleri üzerinde fazlaca ayrıntıya girmekten kaçınmak amacıyla, çalışmanın bu bölümünü, yalnızca GYO uygulaması açısından önem arz eden finansman yöntemleri ile Tebliğ'de özellikle zikredilmiş finansman yöntemlerine hasredeceğim. Böylece, yalnızca GYO'ya özgü nitelik arz eden finansman olanaklarına değinmiş olacağım.

Finansman sağlamaya yönelik faaliyetler, GYO'nun portföy işletmeciliği faaliyetleri esnasında, nakit ihtiyacını karşılamak amacıyla yapılır. GYO'nun portföy işletmeciliği çerçevesinde çok çeşitli faaliyetleri vardır. Örneğin, bir gayrimenkul projesi gerçekleştirmek amacıyla uzun vadeli nakit ihtiyacı doğacakken, vadeli mevduat hesaplarının vadesinin bozulmasının istenmediği bir durumda, icra

⁵⁵⁸ ÇANAKÇI, s.14, İMKB'ye kote GYO'lar, 2005, 2006, 2007 yıllarında, yatırımlarını sırası ile, öz sermayelerinin %89, %83 ve %86'sı ile gerçekleştirmişlerdir.

⁵⁵⁹ Bir fark ancak finansman bir kere elde edildikten sonra, bu finansmanla yapılacak yatırımlarda görülebilir ki, GYO'nun yatırım ile ilgili özellikli durumlarına ayrıntısı ile değinildi.

dairesince satıŖa çıkartılan bir gayrimenkulün alınması için kısa vadeli nakde de ihtiyaç duyulabilir. Nitekim, GYO Tebliği md. 35'te de kısa süreli fon ihtiyaçları ile GYO'nun portföyü ile ilgili maliyetleri karŖılamaya yönelik ihtiyaçları ayrı ayrı zikredilmiŖtir.

5 Yalnızca GYO değil her tacir, finansman olanakları arasında kendisine en fazla finansman sağlarken, en az maliyet getirecek yöntemi tercih etmeyi amaçlar. Gayrimenkul yatırımları açısından bakıldığında da, büyük maliyetli yatırımlar için, yüksek gelir sağlayan bir finansman yöntemi olan, sermaye piyasası araçları vasıtalarıyla finansman elde etme yöntemi tercih edilirken, küçük ve orta çaplı
10 gayrimenkul yatırımlarında ise kredi kuruluŖları vasıtasıyla finansman elde etmek yöntemi tercih edilmektedir. Bunun sebebi, ikinci yöntemde teŖkilatlanmıŖ bir borsaya, menkul kıymetlerin kote ettirilmesi gibi yüksek maliyet gerektiren masraflar yapmak gerekmemesidir⁵⁶⁰

15 Kredi kuruluŖları aracılığıyla GYO'nun elde edebileceği finansman miktarı, GYO Tebliği ile sınırlandırılmıŖtır. Bu sınır Tebliğ md. 35/f.I/c.I uyarınca belirlenmektedir. Fıkra hkm uyarınca, GYO kısa süreli fon ihtiyaçlarını veya portföyü ile ilgili maliyetleri karŖılamak amacıyla, hesap dönemi sonunda hazırlayıp kamuya açıkladığı son üç aylık portföy tablosunda yer alan net aktif değerlerinin üç
20 katı kadar kredi kullanabilir. Söz konusu fıkranın ikinci cümlesi uyarınca, bu sınırın hesaplanmasında, GYO'nun finansal kiralama Ŗirketlerinden doğan borçları ve gayrinakdi krediler de hesaba katılır.

25 GYO'nun geleneksel finansman yöntemlerine de baŖvurabileceđine böylece değindikten sonra aŖađıda, öncelikle sermaye piyasası araçları ile elde edilebilecek uzun dönemli finansman imknlarına, ardından para piyasası araçları ile elde edilebilecek kısa vadeli finansman imknlarına değinilecektir.

⁵⁶⁰ TEKER, s. 7

2.3.2.1 Sermaye Piyasası Araçları ile Uzun Dönemli Finansman

GYO'nun sermaye piyasası araçları vasıtası ile elde edebileceği finansman dendiğinde ilk akla gelebilecek yöntemler, sermaye artırımına gidilmesi ya da tahvil ihraç etmesi olabilir⁵⁶¹. Ne var ki, bu başlık altında, hisse senedi (özellikle finansman elde etmek amacıyla yapılan oydan yoksun hisse senedi) ihracı ya da tahvil ihracının birer finansman yöntemi olabileceği, yalnızca hatırlatılmakla yetinilecektir⁵⁶². Gerek GYO'nun kuruluşu bahsinde, hisse senedi ihracı meselesinin ayrıntısı ile incelenmiş olması sebebiyle, gerekse bu yöntemler ile finansman elde edilmesinin GYO açısından hususi bir özellik taşımaması sebebiyle, aşağıda bu konular ele alınmayacaktır. Benzer şekilde, GYO'ya özgü bir nitelik arz etmediği için burada ayrıca üzerinde durulmamakla birlikte, GYO'nun yararlanabileceği tür sermaye piyasası finansman araçlarına örnek olarak, tahviller, finansman bonoları, katılma intifa senetleri, kar ve zarar ortaklığı belgeleri, ipotekli borç ve irat senetleri ve taşınmaz karşılık gösterilerek senet çıkartılması gösterilebilir⁵⁶³.

GYO'nun finansman elde edebileceği sermaye piyasası araçlarının ayrıntılı incelemesine geçmeden evvel bir hususu açıklamakta fayda görmekteyim. 1980'li yıllar ile 1990'ların başında uygulaması olan, özel sektör borçlanma senetleri (özellikle finansman bonoları ve tahviller) aracılığı ile finansman sağlama yönteminin, bugün uygulamasını neredeye tamamen yitirmiş olduğunu söylemek mümkündür. Bunun sebepleri olarak yüksek enflasyon, reel faiz ve devletin iç borçlanma ihtiyacının özel sektör borçlanması üzerinde oluşturduğu “*crowding-out*”

⁵⁶¹ TEKER, s. 57

⁵⁶² M. Murat AKTAŞ, *Oydan Yoksun Hisse Senetleri*, Ankara 2006 s. 39; Mecit EŞ, *Türkiye’de Vergilerin Sermaye Piyasasının Gelişmesine Etkileri (Gelir ve Kurumlar Vergisi Açısından)*, Eskişehir 1987, s. 25

⁵⁶³ İpotekli borç ve irat senetleri ile taşınmaz karşılık gösterilerek senet ihraç edilmesi halleri, esasen tam da GYO'nun faaliyet sahası ile ilgilidir. Ne var ki, MK’da düzenlenen bu kıymetli evrak tipleri, ülkemiz uygulamasında pek kullanılmamaktadır. Bu sebeple söz konusu senetler çalışmamızda ayrıntılı incelemeye alınmamıştır. Yine de belirtmek gerekir ki, kanunen düzenlenmiş olan bu yöntemlerin GYO tarafından uygulanmasına teorik olarak bir engel yoktur. Aynı yönde bk. BELEN, s. 297, İpotekli borç ve irat senetleri ile taşınmaz karşılık gösterilerek çıkartılan senetlerin tedavül kabiliyetlerinin düşük olması sebebiyle uygulama alanı bulmadığı yönünde bk. ÜNAL, *Sermaye Piyasası*, s. 221, Seza REİSOĞLU, “*Sermaye Piyasası Açısından İpotekli Borç Senetleri*”, *Türkiye’de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar) Seminer Tebliğleri*, İstanbul 1984, s. 163, ADIGÜZEL, s. 67 vd.

etkisi gösterilmektedir⁵⁶⁴. Bugün bu etkilerden ilk ikisinin büyük ölçüde kalktığı gözlemlenmektedir. Bu sebeple, GYO'lar dahil olmak üzere, sermaye piyasalarında faaliyet gösteren ortaklıkların, finansman sağlamada sermaye piyasasının sunduğu imkânları değerlendirme olasılığının eskisine göre daha yüksek olduğunu düşünmekteyim.

Finansman ihtiyacını karşılamak için ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarından, borçlanma senedi niteliğinde olanların ihracı için SPK bir limit öngörmüştür⁵⁶⁵. Tahvil, hisse senedine dönüştürülebilir tahvil, finansman bonusu gibi, borçlanma senedi niteliğinde olan araçlar, SerPK md. 13/f.I uyarınca gösterilen miktarda çıkartılabilir⁵⁶⁶. Borçlanma senedi ihraç edecek olan sermaye piyasası kurumunun bir GYO olduğu durumda ise, GYO Tebliği'nde bu hükme göre *lex specialis* niteliğinde bir sınırlama daha getirilmiştir. GYO Tebliği md. 35/f.II uyarınca, borçlanma senedi ihraç etmek isteyen GYO'nun, şayet kredi kullanmış ise, bu limitlerden ayrıca, söz konusu kredi miktarlarının da indirilmesi gerekecektir.

Aşağıda ayrıntısıyla inceleyeceğimiz, sermaye piyasası finansman araçlarından gayrimenkul sertifikaları ve varlığa dayalı menkul kıymetler ise borçlanma senedi niteliğinde olmadığından, SerPK md. 13/f.I'de gösterilen ve kullanılan nakdi ve gayri nakdi krediler oranında indirim uğrayan limitlerle sınırlı olmayacaktır⁵⁶⁷. Üstelik gayrimenkul sertifikası ve VDMK'lar, GYO'nun faaliyet sahası göz önünde bulundurulduğunda özellik arz etmektedir. Bu durum, söz konusu araçların, GYO Tebliği'nde (hisse senetleri dışında) bahsi geçen yegâne sermaye piyasası araçları olmasından da anlaşılabilir.

⁵⁶⁴ Metin AR, “Sermaye Piyasalarının Reel Sektöre Kaynak Yaratmadaki Önemi”, **Avrupa Birliği'ne Doğru Türkiye Sermaye Piyasalarında Sorunlar ve Çözümler Sempozyumu**, 2004, s. 115

⁵⁶⁵ Borçlanma senedi, sahibine “alacaklılık sağlayan” bir menkul kıymet türü olarak tanımlanmaktadır. GÜNAL, s. 61, 62

⁵⁶⁶ SerPK md. 13/f.I'de gösterilen limit şu şekildedir; “Halka açık anonim ortaklıkların ihraç edebilecekleri tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetlerinin toplam tutarı, Kurula gönderilen bağımsız denetimden geçmiş son mali tabloda yer alan çıkarılmış sermaye veya ödenmiş sermaye ile genel kurulca onaylanan son mali tabloda görülen yedek akçelerin ve yeniden değerlendirme değer artış fonunun toplamından, varsa zararların indirilmesinden sonra kalan miktarı geçemez.”

⁵⁶⁷ VDMK ihracının borçlanma limiti içinde değerlendirilmeyeceğine dair bk. ÜNAL, Sermaye Piyasası, s. 194, Bir VDMK çeşidi olan gayrimenkul sertifikaları yönünden bk. ÜNAL, Gayrimenkul Sertifikaları, s. 1

Tebliğ md. 36/f.III'te “*satış ve satış vaadi sözleşmeleri ile satışından kaynaklanan senetli alacaklarına dayalı olarak Kurul düzenlemeleri çerçevesinde varlığa dayalı menkul kıymet*” ihraç edilebileceğine ilişkin açık hüküm yer alırken, 5 gayrimenkul sertifikalarına ilişkin hüküm, VDMK'lara ilişkin olan kadar açık olmamakla birlikte, Tebliğ md. 16'da yer almaktadır. Tebliğ md. 16, GYO'nun “*yönetim kurulu üyelerinin seçiminde aday göstermek imtiyazı tanıyan hisse senedi dışında imtiyaz veren herhangi bir menkul kıymet ve gayrimenkul sertifikası ihraç*” edilemeyeceğini düzenlemektedir. Bu hükmün mevhumu muhalifinden anlaşılacağı 10 üzere, GYO'nun böyle bir imtiyaz tanımayan gayrimenkul sertifikası ihraç edebileceğini de hükme bağlanmış olmaktadır⁵⁶⁸. O halde, tebliğ koyucunun, diğer sermaye piyasası araçlarını göz ardı etmesine rağmen, hükme bağlamadan geçmediği gayrimenkul sertifikaları ile varlığa dayalı menkul kıymetlerin ihracı meselesini daha yakından incelemek gerekmektedir.

2.3.2.1.1 Gayrimenkul Sertifikası İhracı

15 GYO, yukarıda açıklandığı üzere, üçüncü kişilerce ihraç edilmiş gayrimenkul sertifikalarını yatırım aracı olarak kullanabileceği gibi, sertifikaları bizzat ihraç etmek yöntemi ile bu menkul kıymet çeşidini, bir finansman aracı olarak da kullanabilecektir. Esas itibariyle, gayrimenkul projesi geliştirmek amacıyla kurulan GYO, özellikle büyük projeleri gerçekleştirmek amacıyla, yüksek miktarlarda 20 finansmana ihtiyaç duyacaktır. İhtiyaç duyulan bu finansman, Seri:III, No:19 sayılı SPK Tebliği uyarınca gayrimenkul sertifikaları ihraç edilmek suretiyle elde edilebilir.

25 Sistemi özetleyecek olursak, bir gayrimenkul projesi geliştiren GYO, ya bu projenin gerçekleştirilmesi için yeterli öz kaynağı olmadığı için ya da projenin maliyetinin öz kaynaklarla karşılanmasının iktisadi açıdan doğru olmadığı

⁵⁶⁸ Bu aşamada yalnızca, Tebliğ md. 16 hükmünün mevhumu muhalifinden, GYO'nun gayrimenkul sertifikası çıkartabileceğinin anlaşıldığına değinilmekle birlikte, aşağıda 2.3.2.1.1 no'lu başlık altında, söz konusu hükmün “gayrimenkul sertifikası ile imtiyaz tanıma” anlamına gelebilecek olan ifadesi ayrıca eleştirilecektir.

düşünüldüğü için, bu projenin gerçekleştirilmesinde maliyetin gayrimenkul sertifikası ihracı yoluyla sağlanmasına karar verebilir. Bu karar çerçevesinde GYO, gayrimenkul sertifikası niteliğinde menkul kıymetler ihraç etmek suretiyle, sermaye toplamayı amaçlamakta, toplanan bu sermaye karşılığında sertifika sahiplerine, asli edim olarak, sertifikada gösterilen tarihte, projenin gerçekleştirilmesi ile kurulan bağımsız bölüm mülkiyetlerini devretmeyi, bir bağımsız bölümü talep etme yetkisi tanıyacak sayıda sertifikası olmayan kimselere ise tali edim olarak, yine sertifikada gösterilen miktarda para ödenmesini taahhüt etmektedir⁵⁶⁹. Yukarıda özetlediğimiz şartlarda gayrimenkul sertifikası ihraç etme yönünde kararın, YK tarafından alınmasını müteakip, GYO'nun garantör bir banka ile sözleşme imzalaması gerekecektir. Bu sözleşme uyarınca garantör banka, GYO'nun sertifikadan kaynaklanan edimlerini ve sertifikada gösterilen cezai şartları garanti edecektir. Garantör banka ile de anlaşan GYO, bu aşamadan sonra, sertifikaların kurul kaydına alınması, halka arz için izahname ve sirkülerlerin hazırlanması, sertifikaların satılması ve borsaya kote edilmelerini sağlayacaktır. Sertifikalar bir kere borsaya kote olduktan sonra, borsada bunların tedavülü sağlanmış olacaktır⁵⁷⁰. Sertifikada gösterilen tarihte, proje gerçekleştirilen gayrimenkul üzerinde kurulmuş olan bağımsız bölümlerin, yeterli sayıda sertifikası bulunan kimselere devri aşaması başlayacaktır. Yeterli sayıda sertifikası olmayan kimseler ise tali edimin ifasını talep edebileceklerdir. Asli ve tali edimlerin de yerine getirilmesi ile proje tamamlanmış olup, sertifikalar itfa edilecektir.

Gayrimenkul sertifikası ihracı yoluyla finansmanı sağlanan gayrimenkul projeleri, yalnızca büyük miktarda mali kaynak sağlamakla kalmayıp, aynı zamanda projenin planlanan sürede tamamlanmasını da kolaylaştıran bir sistem öngörmektedir. Şöyle ki, projenin gecikmesi ya da tamamlanamayacağıının anlaşılması hallerinde, GYO, sertifika sahiplerine, sertifikada gösterilen oranda bir cezai şart ödemeyi taahhüt etmektedir. Bu cezai şart, aynı zamanda garantör banka tarafından da garanti altına alınmış olacaktır. Cezai şart taahhüdü sebebiyle, GYO'nun projenin zamanında tamamlanmasında büyük menfaati vardır. Esasen

⁵⁶⁹ Kemal OĞUZMAN, “Özel Sektörde Gayrimenkul Sertifikası Sistemi Kurulması”, Reha Poroy’a Armağan, İstanbul 1995, s. 305 vd.

⁵⁷⁰ Ne var ki, ikincil piyasa olarak tanımladığımız bu tedavül artık ihraççıya değil, sertifika sahibine gelir sağlayacaktır.

GYO'nun, finansmanı ne şekilde yapılırsa yapılsın, her gayrimenkul projesinde, projenin planlanan sürede tamamlanmasında menfaati vardır, zira böylece GYO'nun kârı öngörülene en uygun düzeyde sağlanmış olup, hisse senedi değerlerinde projedeki gecikmeye bağlı bir düşüş yaşanmaz. Yine de, projeden öngörülen karın 5 sağlanamaması, gayrimenkul sertifikası ihracında olduğu gibi, gecikme sebebiyle yüksek oranda cezai şart ödemek zorunda kalmak kadar ciddi bir risk taşımamaktadır. Bu sebeple, gayrimenkul sertifikası yoluyla finansmanı sağlanan projelerin öngörülen sürede tamamlanması, ihraççı GYO için ayrıca önemi haizdir.

10 Gayrimenkul sertifikası ihracı yoluyla gayrimenkul projesi gerçekleştirilmesi hususu, yukarıda genel olarak özetlenmiş bulunuyor. Aşağıda, GYO gayrimenkul sertifikası ihraççısı olması hallerine özgü hususlara değinilecektir. GYO Tebliği'nin konu ile ilgili 16. maddesinde "*imtiyaz veren ... gayrimenkul sertifikası ihraç*" edilemez şeklinde bir ifade yer almaktadır. Hukukumuzda imtiyaz, paya tanınan bir 15 ayrıcalık şeklinde tanımlanmaktadır⁵⁷¹. Gayrimenkul sertifikası ise pay (ortaklık) hakkı dahi tanımadığından, pay hakkı tanımayan bir senet ile payda imtiyaz tanınması beklenemez. Kaldı ki, gayrimenkul sertifikalarının ihracını düzenleyen Seri:III, No:19 sayılı Tebliğ'de de ihraç edilen gayrimenkul sertifikaları aracılığıyla bir takım paylara imtiyaz tanınabileceği husus düzenlenmemiştir. Bu sebeple GYO 20 Tebliği md. 16'da bahsi geçen "*imtiyaz veren herhangi bir menkul kıymet ifadesinden*" anlaşılması gereken hisse senetleri, oydan yoksun hisse senetleri ya da hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller gibi pay hakkı tanıyan menkul kıymetler olarak anlaşılması ve maddeden gayrimenkul sertifikaları ifadesinin derhal 25 çıkartılması gerekmektedir.

25 Bir GYO'nun, gayrimenkul sertifikası ihracı yöntemi ile finansman elde edebilmesi için Seri:III, No:19 sayılı Tebliğ md. 4 uyarınca, ihraççı ortaklığın "*gayrimenkul sertifikasına konu olacak projeye eşdeğer büyüklükteki en az bir projeyi, sözleşmesi ve teknik şartnamelerine uygun olarak Kurula başvuru tarihinden* 30 *önceki 5 yıl içerisinde tamamlamış olması*" gerektiği gibi "*üstlendiği gayrimenkul projesini gerçekleştirebilecek mesleki ve teknik donanuma sahip olduğunu*

⁵⁷¹ TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar, N. 786

belgelendirmesi” de gerekmektedir. Seri:III, No:19 sayılı Tebliğ 4. madde ile sevk edilen bu şartlar vasıtasıyla, gayrimenkul sertifikası alan kimsenin, projenin tamamlanıp, asli edime olan menfaatinin tatmin edilmesi yönündeki haklı beklentisinin boşa çıkmaması sağlanmaya çalışılmıştır. Bu şartlardan ilki (benzer nitelikte bir projenin tamamlanmış olması şartı) esnek şekilde yorum yapılmasına imkân verebilecek nitelikte olsa da, ikincisi olan üstlenilen gayrimenkul projesini gerçekleştirebilecek mesleki ve *teknik* donanıma sahip olmak ifadesi, ilk bakışta söz konusu projenin, gayrimenkul sertifikasını ihraç eden kişi tarafından bizzat yapılması gerektiği şartı getirildiğini düşündürtebilecek niteliktedir. Oysa, GYO Tebliği uyarınca, GYO’nun inşaat işlerini bizzat üstlenemeyeceğini biliyoruz. Bu bilgi, GYO’nun gayrimenkul sertifikası ihraç edebileceğine yönelik ipucunu edindiğimiz GYO Tebliği md. 16/f.I ile birlikte değerlendirildiğinde, gayrimenkul sertifikası ihraççısı GYO’da, mutlaka projeyi gerçekleştirebilecek *teknik* donanıma sahip olma şartı değil de, bu teknik donanıma sahip kimseler ile hukuki bir ilişkiye girmiş olma şartı aranmalıdır. Özetle, GYO’nun gayrimenkul sertifikası ihraççısı olduğu durumlarda, Seri:III, No:19 sayılı Tebliğ md.4/f.I’de yer alan şartların yerine getirilip getirilmediğinin değerlendirilmesinde, söz konusu şartların maddede gösterildiği gibi bizzat ihraççı GYO tarafından değil de, GYO ile inşaatı yapmak konusunda hukuki ilişkiye girmiş kimseler tarafından yerine getirilip getirilmediğinin değerlendirilmesi gerekmektedir, aksi takdirde GYO’nun gayrimenkul sertifikası ihraç etmesi imkânsız olacaktır.

2.3.2.1.2 Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı ve Varlık Teminatlı Menkul Kıymet İhracı

GYO Tebliği md. 35/f.III’te, GYO’nun varlığa dayalı menkul kıymet ihracı yapabileceği açıkça hükme bağlanmaktadır. Bu yolla, GYO malvarlığında bulunan ve likiditesi düşük olan bir kısım aktifin, likiditesi yüksek menkul kıymetlere dönüştürülmesi amaçlanmaktadır⁵⁷². GYO Tebliği md. 35/f.III hükmü ile uyumlu olmak üzere, Seri:III, No:14 sayılı VDMK Tebliği md.14 uyarınca GYO’lar, VDMK çıkartabilecek kuruluşlar arasında sayılmakta idi. Ne var ki, bu Tebliğ Seri:III, No:35

⁵⁷² ALP, s. 135

sayılı Tebliğ ile yürürlükten kaldırılmıştır. Yürürlüğe girdiği, 27.08.2008 tarihinden itibaren, VDMK'ların ihracına ilişkin hükümleri düzenleyen, Seri:III, No:35 sayılı Tebliğ'de ise GYO'lar, VDMK ihraç edebilecek kurumlar arasında yer almamaktadır. Bu bağlamda GYO'nun, Tebliğ md. 35/f.III'te gösterilen alacaklarından oluşturacağı bir alacak havuzuna dayalı olarak menkul kıymet 5 çıkartabilmesi, yeni VDMK Tebliği düzenlemeleri uyarınca, ancak bu alacakların bir özel amaçlı kuruluşa temlik edilmesi ile mümkün olabilecektir.

Bugün yürürlükte olan Seri:III, No:35 sayılı Tebliğ'in ilga ettiği, Seri:III, No:14 sayılı eski VDMK Tebliği uyarınca, VDMK ihracı iki şekilde yapılabilmekte idi. Bu yöntemler, doğrudan ihraç ile, alacakların genel finans ortaklığına temlik edildiği dolaylı ihraç idi. Seri:III, No:35 sayılı Tebliğde ise, mülga Tebliğde gösterildiği gibi bir dolaylı (alacağın temlik yoluyla) ihraç yöntemi gösterilmemiştir. Yine de, böyle bir yöntem ile yapılabilecek bir ihraç yasaklanmış değildir. 15 VDMK'lara ilişkin yeni Tebliğde, temlik yolu ile ihraca bir yasaklama getirilmiş olmadığı bilgisi, GYO'nun kendi Tebliği'nde VDMK ihraç edebilir gösterilmekte iken, VDMK'ya ilişkin yeni Tebliğ'de ihraççı olabilecek kurumlar arasında gösterilmemiş olması durumu ile birlikte değerlendirildiğinde, kanımca geriye temlik yolu ile ihraçtan başka çözüm kalmamaktadır. Özetle Seri:III, No:35 sayılı Tebliğ uyarınca, GYO'nun artık doğrudan VDMK ihraççısı olarak faaliyet göstermesi mümkün değildir. Yeni VDMK Tebliği ile, GYO Tebliği arasında meydana gelen bu uyuşmazlığın, VDMK Tebliği'ne yapılacak bir ekleme ile, ya GYO'ya doğrudan ihraççı olma hakkı tanınması yolu ile, ya da eski VDMK Tebliği'ndeki temlik yöntemi ile ihraç imkânının GYO'lar özelinde düzenlenmesi ile çözümlenebileceğini düşünmekteyim. *De lege feranda* önerdiğim bu ekleme yapılmadan evvel, şayet, GYO, Tebliğ md. 35/f.III'de gösterilen alacaklarını menkul kıymetleştirmek isterse, yorum yolu ile, bu hususta bir ihraççı kuruluşun (Seri:III, No:35 sayılı Tebliğ uyarınca varlık finansmanı fonu kurmaya ehil bir kuruluşun) yardımını alması gerektiği sonucuna varmak gerekmektedir. Seri:III, No:35 sayılı Tebliğ uyarınca GYO'nun VDMK çıkartmak amacıyla yardımını alacağı ihraççı kuruluş, Seri:III, No:35 sayılı Tebliğ md. 5'te gösterilen şartları yerine getiren bir banka ya da aracı kuruluş olabilir. 20 25 30

Varlıkların (alacakların) menkul kıymetleştirilmesi amacıyla çıkartılabilecek iki tip menkul kıymet vardır. Bunlar; ödeme aktarmalı menkul kıymetler ve borçluluk ifade eden menkul kıymetlerdir⁵⁷³. Türk uygulamasında bunlar sırasıyla, varlığa dayalı menkul kıymetler ile varlık teminatlı menkul kıymetler olarak gösterilebilir. Varlığa dayalı menkul kıymetler ihraççıyı borçlandırmaz iken, varlık teminatlı menkul kıymetler borçluluk yaratmaktadır. Şöyle ki, varlığa dayalı menkul kıymet ihracında, varlık (alacak) havuzunda bulunan alacaklar temlik edilmekte iken⁵⁷⁴, varlık teminatlı menkul kıymet ihracında (tahvil niteliğinde) borçlandırıcı senetler ihraç edilmekte ancak bu borçların teminatı olarak alacak havuzu gösterilmektedir⁵⁷⁵. Ne var ki; Seri:III, No:35 sayılı Tebliğ md. 16/f.I uyarınca varlığa dayalı menkul kıymetler de borçlanma senedi olarak sınıflandırılmaktadır. Kanımca Seri:III, No:35'te tanımlanan şekli ile VDMK'ların borçlanma senedi olarak gösterilmesi yerinde değildir, zira bu menkul kıymetlerin ihracı vasıtası ile GYO pasifinde yeni bir borç yaratılmamakta, yalnızca mevcut borçlar bir alacaklıdan (GYO) bir başkasına (VDMK ihraççısına), oradan da menkul kıymet sahibi yatırımcıya devredilmektedir. Üstelik bu şekli ile VDMK ihracı, GYO malvarlığında yeni bir borç yaratmadığından, portföy yönetiminde riskin azaltılması ilkesinin gerçekleştirilmesi açısından önemli bir araç olarak kullanılabilir.⁵⁷⁶

GYO Tebliği md. 35/f.III'te gösterilen şekilde, GYO'nun VDMK ihraç etmesinin, GYO'nun tek başına yapabileceği bir faaliyet olmadığı, GYO'nun bu amaçla bir ihraççı kuruluşu alacaklarını (varlıklarını) temlik etmesi gerektiğinden bahsetmiştik. VDMK ihracına ilişkin Seri:III, No:35 sayılı Tebliğ uyarınca, her alacağa dayanarak menkul kıymet çıkartmak mümkün değildir. Söz konusu Tebliğin 20. maddesinin ilk fıkrası uyarınca, çıkartılacak olan VDMK'nın dayanağını oluşturan varlık havuzunda (varlık finansmanı fonu portföyünde) ancak; “bankaların

⁵⁷³ Ali HEPŞEN, **Bir Finansman Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları No: 2005-13, İstanbul, s. 36, 37, Ödeme aktarmalı menkul kıymetlerde, menkul kıymet yatırımcısına konut kredisinden kaynaklanan anapara ve faiz ödemeleri aktarıldığı için bunlara, “ödeme aktarmalı” isminin verildiği yönünde bk. ADIGÜZEL, s. 36

⁵⁷⁴ ADIGÜZEL, s. 35, HEPŞEN, s. 37

⁵⁷⁵ ADIGÜZEL, s. 38

⁵⁷⁶ HEPŞEN, s. 37

ve finansman şirketlerinin, ipotekli konut kredileri haricindeki tüketici kredilerinden, ipotekli kredilerden, motorlu kara taşıtları kredilerinden, proje finansmanı kredilerinden ve kurumsal kredilerinden kaynaklanan alacaklar, ilgili mevzuat uyarınca finansal kiralama yapmaya yetkili kuruluşların yaptıkları finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar, T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığının gayrimenkul satışından kaynaklanan alacakları, fon portföyünde yer alan varlıklardan elde edilen nakdin değerlendirilmesi amacıyla yönelik olarak yapılan nakit benzeri kısa vadeli yatırımlar, bu Tebliğin 23 üncü maddesinde tanımlanan yedek hesaplardaki varlıklar, **kurulca uygun görülecek diğer varlıklar**” bulunabilmektedir.

Maddede açıkça sayılan alacaklar arasında GYO'nun malvarlığında yer alabilecek bir kalem gözükmemektedir. Buna mukabil, GYO Tebliği md. 35/f.III'te açıkça, GYO'nun “gayrimenkul satımından ya da satım vaadinden kaynaklanan senetli alacaklarına dayalı olarak” VDMK ihraç edebileceği hükme bağlanmaktadır. Kanımca, VDMK'lara ilişkin Seri:III, No:35 sayılı Tebliğ md. 20'de açıkça sayılan alacaklar arasında yer almamakla birlikte, maddenin son bendinde yer alan “kurulca uygun görülecek diğer varlıklar” kapsamında, GYO'ların gayrimenkul satımından ve satım vaadinden doğan alacakları değerlendirilebilir. Zira GYO Tebliği md. 35/f.III'teki düzenlemesi ile, kurul söz konusu alacakların VDMK'ya dayanak oluşturmasını uygun görmüştür. Bu sebeple GYO Tebliği md. 35/f.III'te gösterilen varlıkların da VDMK'ya dayanak oluşturacak varlıklar arasında değerlendirilmesi gerekmektedir. Başka bir deyişle, Tebliğ koyucunun, VDMK çıkartılmasına ilişkin Tebliği değiştirmekle birlikte, GYO Tebliği'nde yer alan VDMK çıkartılmasına ilişkin hükmü ilga etmemesi ya da değiştirmemesini, bu alacaklara dayanarak VDMK ihraç etmeye devam edilmesinin, Kurulca uygun görüldüğü şeklinde yorumlanması gerekir.

GYO Tebliği md. 35/f.III kapsamında, GYO'nun gayrimenkul satımı ve satım vaadi sözleşmelerinden kaynaklanan alacaklara dayanarak VDMK ihraç edebileceğini tespit ettikten sonra, bu alacaklardan hangilerine dayanarak VDMK çıkartılabileceği hususunu biraz açmak gerekmektedir. Öncelikle GYO Tebliği md.

35/f.III'de yer alan, alacağın mutlaka senede bağlanmış olması şartını değerlendirelim. Tebliğ hükmü, alacağın bağlandığı senedin ne tür bir senet olması gerektiğini düzenlememiştir. Bu bağlamda gayrimenkulün satımından kaynaklanan alacağın, bir kambiyo senedine bağlanması düşünülebileceği gibi, bir adi senede bağlanmış olması da Tebliğ'deki şartı yerine getirmeye yeterli olacaktır. Kanımca, Tebliğde senedin türünün gösterilmeden, alacağın yalnızca bir senede bağlanması şartının konmuş olması yerinde bir düzenleme olmamıştır. Şöyle ki, gayrimenkul satımı ve satım vaadi sözleşmeleri zaten kanunen yazılı şekil şartına bağlı olarak yapılması zorunlu sözleşmelerdendir. Dolayısıyla, alacağın doğumunu sağlayan borçlandırıcı işlemin zaten bir senet üzerinde cereyan etmesi icap etmektedir. Hükümde, bu sözleşmelerden kaynaklanan alacağın senede bağlanmış olması şartının getirilmesi, fazladan bir zorunluluk getirmemektedir. Oysa hükümde, alacağın bağlı olduğu senedin türü gösterilmiş olsa idi, durum farklı olabilirdi. Şöyle ki, gayrimenkulün satımından ya da satım vaadinden kaynaklanan alacağın, örneğin bir kambiyo senedine bağlanması zorunluluğu getirilmiş olsa idi, senet şartı daha anlamlı olabilirdi.

VDMK'nın dayanağını oluşturan alacak türüne ilişkin getirilebilecek bir diğer eleştiri de, söz konusu alacağın GYO'nun portföy işletmeciliği faaliyetleri arasından yalnızca gayrimenkul satımına hasredilmiş olmasıdır. Gayrimenkul üzerindeki sınırlı aynı hakların devri sözleşmeleri, hukuk güvenliğinin korunmasını sağlayan araçlar açısından; gerek tapu kütüğüne güven ilkesi, gerek sözleşmenin yazılı olarak yapılması şartları göz önünde bulundurulduğunda, gayrimenkul satımı ile benzer özellikler göstermektedir. Bununla birlikte, sınırlı aynı hakların devrinden kaynaklanan alacaklar, ihraç edilebilecek VDMK'ların dayanağını oluşturan alacaklar arasında sayılmamıştır. Kanımca, GYO'nun portföy işletmeciliğinden kaynaklanan faaliyetleri arasında yer alıp, gayrimenkule dayalı işlemlerinden olan ve gayrimenkul satımı ile büyük benzerlikler gösteren, gayrimenkul üzerindeki sınırlı aynı hakların devrine ilişkin sözleşmelerden kaynaklanan alacakların da VDMK'lara dayanak oluşturabilmesi gerekirdi.

Üstelik sınırlı aynı hak devirlerinin, VDMK ihracı için gayrimenkulün mülkiyetinin devrinden daha elverişli olduğunu söylemek bile mümkündür. Sınırlı aynı haklar (ipotek hariç) bir gayrimenkul üzerinde sürekli bir hak doğurduğundan, çoğunlukla hak sahibinden mülkiyet sahibine, dönemsel ödemeler yapılmasını gerektirmektedir. Benzer şekilde, VDMK'ların da çoğunlukla dönemsel ödeme gerektiren alacaklar dayanak alınarak çıkartılması tercih edilmektedir⁵⁷⁷. Oysa ülkemizde gayrimenkul mülkiyeti devirlerinde çoğunlukla devredene karşı üstlenilen edim, bir kerede ifa edilmektedir. Özetle, gayrimenkul mülkiyeti devirlerinden kaynaklanan alacak haklarına nazaran, sınırlı aynı hak devirlerinden kaynaklanan dönemsel alacak haklarının, VDMK ihracına daha uygun olmasına rağmen, bu haklara dayanarak VDMK ihracına Tebliğ'de izin verilmemiş olması yerinde değildir.

Yukarıda açıklandığı üzere, GYO'nun bazı alacaklarına dayalı olarak VDMK ihraç etmesi mümkündür. Bu noktada, GYO'nun bir VDMK çeşidi olan ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç edip edemeyeceği üzerinde de durmak gerekmektedir. Hukukumuzda *mortgage* müessesesinin dâhil edilmesi amacıyla, 2007 yılında muhtelif kanunlarda değişiklikler yapan bir kanun yürürlüğe girmiştir. Bu kanun çerçevesinde, konut finansmanı amacıyla bireylere verilen krediler karşılığında kredi kuruluşları nezdinde doğan alacakların, menkul kıymetleştirilmesi sağlanmak istenmektedir. Menkul kıymetleştirmenin, bu alacaklara dayalı VDMK çıkartılması yöntemi ile yapılması öngörülmüş olup, bu tip alacağa dayalı olarak çıkartılan VDMK'ya İDMK denmiştir.

Peki VDMK ihracı yapabildiğini gördüğümüz, GYO'nun bir VDMK çeşidi olan İDMK ihraç etmesi mümkün müdür? İDMK ihracına ilişkin Seri:III, No:34 sayılı Tebliğ uyarınca, İDMK'nın dayandığı alacak havuzu (konut finansmanı fonu portföyü) ipotek ile teminat altına alınmış konut kredilerinden kaynaklanan alacaklardan oluşmaktadır. GYO ise, konut kredisi ya da başka bir kredi vermek konusunda yetkili bir kuruluş olmadığından, GYO nezdinde oluşması mümkün olmayan bir alacak havuzunun GYO tarafından menkul kıymetleştirilmesi de söz

⁵⁷⁷ VATANSEVER, s. 267

konusu olamayacaktır. Özetle, Tebliğ hükümleri uyarınca GYO'nun İDMK ihraç etmesinin mümkün olmadığını söylemek mümkündür.

GYO Tebliği'nde, varlıkların menkul kıymetleştirilmesi hususunda, yalnızca varlığa dayalı menkul kıymet ihracı faaliyetinden bahsedilmiştir. Menkul kıymetleştirme faaliyetlerinin ise iki şekilde, varlığa dayalı menkul kıymet ve varlık teminatlı menkul kıymet ihracı yöntemiyle yapılabileceğini hatırladığımızda, Tebliğ'de yalnızca varlığa dayalı menkul kıymetlerden bahsedilmiş olmasının, GYO'nun varlık teminatlı menkul kıymet çıkartması olanağının önüne geçmek için mi yapıldığı sorusu akla gelebilir.

GYO Tebliği'nin yürürlüğe girdiği 8.11.1998 tarihinde, hukukumuzda menkul kıymetleştirme yalnızca varlığa dayalı menkul kıymet ihracı yolu ile yapılabilmekteydi. Dolayısıyla, Tebliğde sadece VDMK'lardan bahsedilmesi, VDMK ile VTMK ayrımının olmadığı bir dönemde açıkça VTMK'ların, GYO faaliyet sahasından dışlanmış olduğu sonucuna bizi ulaştırmamalıdır. Bu durumu göz önünde bulundurarak, GYO'nun VTMK ihracı yapıp yapamayacağı sorusunu incelemek gerekmektedir. Varlık teminatlı menkul kıymetler SerPK md. 13/B'de düzenlenmiştir. Bu maddeye dayanılarak çıkartılan ilk düzenleme 4.8.2007 tarihli Seri:III, No:33 sayılı Tebliğ uyarınca ipotek teminatlı menkul kıymetlere ilişkin usulleri düzenleyen tebliğdir. İpotek teminatlı menkul kıymet ihracının ise, GYO'lar tarafından yapılmasına imkân yoktur. Zira İTMK ile ilgili hükümlerin yer aldığı Seri:III, No:33 sayılı Tebliğ buna izin vermemektedir. VTMK'lara ilişkin genel nitelikli bir düzenleme ise ancak 12.09.2009 tarihinde Seri:III, No:38 sayılı "Varlık Teminatlı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Tebliği" ile getirilmiştir. VTMK Tebliği'nin 5. maddesinde VTMK'ya konu olabilecek alacaklar arasında, "gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerindeki gayrimenkullerin satış veya satış vaadi sözleşmelerinden kaynaklanan alacaklar" sayılmıştır. VTMK Tebliği md. 3/f.I/b(b)'de ihraççılar arasında GYO'lar yer almaktadır. Söz konusu düzenlemeler uyarınca, GYO'nun kendi işlemlerinden kaynaklanan alacaklarına dayalı olarak VTMK ihraç edebilen ortaklıklar arasında olduğu konusunda şüphe kalmamıştır.

2.3.2.2 Para Piyasası Araçları ile Finansman Sağlama

2.3.2.2.1 Borsa Para Piyasası Alım İşlemi Vasıtasıyla Finansman

GYO, gayrimenkul portföyünü uzun vadeli yönetim ilkesine göre işlettiğinden, çoğunlukla uzun vadeli finansmana ihtiyaç duyacaktır. Yine de portföy işletmeciliği esnasında, GYO'nun kısa vadeli nakit ihtiyaçları da doğacaktır. Şayet GYO kısa vadeli nakit ihtiyaçlarında da uzun vadeli finansman yöntemlerine başvuracak olursa, bunlardan kaynaklanan yüksek maliyetlere de katlanması gerekecektir. Oysa daha düşük maliyetlerle, kısa vadeli nakit ihtiyaçlarını karşılama imkânı da vardır. Sermaye piyasalarından farklı olarak, yatırımcıların kısa vadeli fon ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik olarak, para piyasaları ihdas edilmiştir. Nitekim GYO Tebliği'nin 25. maddesinin a bendinde, GYO'nun borsa para piyasası işlemleri yapabileceği hükme bağlanmaktadır.

GYO'nun bu işlemleri yapmasına Tebliğ ile cevaz verilmesi, GYO'nun kısa vadeli nakit ihtiyaçlarının karşılanması bakımından yerinde olmakla birlikte, düzenlemenin Tebliğ sistematigi içindeki konumu kanımca pek yerinde olmamıştır. Şöyle ki, Tebliğ'in 25. maddesi GYO'nun yapabileceği tüm işlemleri bir liste halinde sıralamamaktadır. Maddede yer alan işlemler, GYO'nun yapabileceği işlemler arasında yalnızca yatırım faaliyeti niteliğinde olanlardır. Nitekim madde başlığı da “yatırım faaliyetleri” şeklinde seçilmiştir. Nakit sağlamaya yönelik faaliyetler ise, yatırım faaliyeti olarak değerlendirilemez, olsa olsa, yatırımları finanse etmeye yarayan, yan faaliyetler olarak görülebilir. Tebliğ md. 25/f.I/b(a) ifadesinde yer alan “borsa para piyasası işlemleri” satış ya da alış işlemi olarak düşünülebilir. Bunlardan satış işlemi, yani GYO'nun elindeki nakit fazlasını para piyasasına fon olarak arz etmesi faaliyeti, yatırım işlemi olarak değerlendirilirken, yine borsa para piyasası işlemlerinden alım işlemi, yatırım olarak değil, kısa vadeli finansman sağlamaya yönelik bir faaliyet olarak değerlendirilebilir.

Yukarıda yatırım bahsinde açıklandığı üzere, borsa para piyasası işlemleri, nakit fazlası olanlar ile kısa vadeli nakit ihtiyacı olanları karşılaştırmaktadır. Borsa

para piyasası uygulama esasları uyarınca, nakit ihtiyacı olan GYO, borsa para piyasasına, ihtiyacı olan miktar, teklif ettiği faiz oranı ve bölünebilme koşullarını da içeren bir alım emri verecektir. Bu alım emri, borsa para piyasası sistemine girdiğinde, şayet sistemde bu şartlara uygun bir satış emri mevcut ise, işlem gerçekleşmiş olacak, yani GYO ihtiyaç duyduğu kısa vadeli nakdi sağlamış olacaktır.

2.3.2.2.2 Finansman Sağlamaya Yönelik Para Piyasası İşlemlerinin Sınırları

Borsa para piyasası alım işlemi GYO açısından borç doğurucu bir işlemdir. Peki bu sebeple GYO Tebliği md. 35/f.I/c.I'de gösterilen sınırlara tabi olacak mıdır? Söz konusu madde uyarınca, GYO “*hesap dönemi sonunda hazırlayıp kamuya açıkladığı son üç aylık portföy tablosunda yer alan net aktif değerlerinin üç katı kadar kredi*” kullanabilir. Şayet bu hükümde geçen “*kredi*” ifadesini klasik banka kredisi olarak anlayacak olursak, ters repo işleminin bu sınır çerçevesinde değerlendirilmemesi gerekecektir. Maddede geçen “*kredi*” ifadesinin yorumlanmasında, gerek maddenin devamındaki açıklayıcı nitelikteki düzenlemeden, gerek madde başlığından yararlanmak mümkündür. Söz konusu fıkranın ikinci cümlesi uyarınca, bu sınırın hesaplanmasında GYO’nun finansal kiralama şirketlerinden doğan borçları ve gayrinakdi krediler de hesaba katılır. Bu hüküm, GYO’nun birinci cümle uyarınca belirlenen kredi borçlanma sınırı içinde kalması gereken borçlarının, mutlaka klasik kredi sözleşmelerinden kaynaklanmayabileceği, pekâlâ teminat mektupları vb. gayrinakdi krediler ya da finansal kiralama işlemlerinden de kaynaklanabileceğini hatırlatmaktadır. Yani açıklayıcı/yorumlayıcı nitelikteki bu hüküm, “*kredi*” ifadesine sıkı sıkıya bağlı kalmamaktadır. O halde denilebilir ki, maddede geçen “*kredi*” ifadesinin yorumunda, maddenin kendisi dahi esnek davranmaktadır. Başka bir deyişle, maddenin ikinci cümlesinde adı geçen finansman yöntemleri, *numerus clausus* olarak değil, örnekleyici olarak sayılmıştır. Şayet, söz konusu ikinci cümledeki ifadenin *numerus clausus* olarak ele alındığı kabul edilse idi, GYO’nun yapacağı borsa para piyasası alım işlemi, klasik anlamda banka kredisi olmadığı gibi, *numerus clausus* olarak sayılan işlemlerden de olmadığından, maddede gösterilen limite bağlı olarak değil, limitsiz şekilde yapılabilecekti. Üstelik bu işlem, borçlanma senedi ihracı da olmadığından, maddenin ikinci fıkrasında yer alan sınırlamaya da sokulamayacak, böylece

borçlanma sınırlarına tabi olmayacaktı. Kanımca, madde başlığında da gösterildiği gibi, Tebliğin 35. maddesinin *ratio legis*'i genel olarak borçlanma sınırını göstermektedir. Bu sebeple, maddenin ilk cümlesinde geçen “*kredi*” ifadesinin, dar anlamda banka kredisi olarak değil de kredi fonksiyonu (finansman fonksiyonu) olan her türlü işlem olarak anlaşılması gerekmektedir. Bu bağlamda, borsa para piyasası alım işlemlerinin Tebliğ md. 35/f.I'de gösterilen sınır dâhilinde değerlendirilmesi gerekmektedir.

2.4 Sermaye Piyasası Kurulu Denetimi ve Vergilendirme

GYO gayrimenkul sektöründe olduğu kadar sermaye piyasalarında da faaliyet gösterdiğinden, SPK'nın bağımsız idari otorite sıfatıyla, sürekli gözetim ve denetimi altında olacaktır. GYO üzerindeki denetim kamu denetimi niteliğindedir. Kamu denetiminin yanı sıra ortaklık sürekli olarak özel denetime, yani bağımsız dış denetime de tabi tutulmaktadır⁵⁷⁸. Söz konusu bağımsız dış denetim, SPK'nın GYO üzerindeki denetimini de kolaylaştırmaktadır. Yukarıda giriş bölümünde de açıklandığı üzere, SPK'nın bağımsız idari otorite olması dolayısıyla, gözetim ve denetim faaliyetleri yapma yetkisi, hatta görevi mevcuttur. Nitekim SPK'nın görev ve yetkilerinin sıralandığı SerPK md. 22'nin f beninde “*sermaye piyasası kurumlarının ... faaliyetlerinin bu Kanuna, Kurul yönetmelik, Tebliğ ve kararlarına ve sermaye piyasaları ile ilgili diğer mevzuata uygunluğunu gerekli her türlü bilgi ve belgeyi isteyerek, izlemek ve denetlemek*” yetki ve görevi yer almaktadır. SPK bu görevini yerine getirirken SerPK md. 1'de yer alan amaç çerçevesinde hareket etmelidir. Yani, “*tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacıyla; sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını*” hedef alan bir gözetim ve denetim yapılması icap etmektedir. SPK'nın gözetim ve denetim faaliyeti kanunen tespit edilmiş bir takım esaslar çerçevesinde gerçekleştirilmektedir. Küçük yatırımcının, tasarruflarını toplayarak, bunlarla büyük yatırımlar yapan GYO, faaliyeti esnasında çok çeşitli

⁵⁷⁸ TEVETOĞLU, s. 120

işlemler yapmaktadır. Küçük yatırımcının yatırım ve güveninin korunmasını amaçlayan SPK'nın, GYO üzerindeki denetiminin, bu işlemlerin tamamı üzerinde olmasını beklemek gerçekçi olmaz. Bu sebeple SPK'nın GYO üzerindeki denetiminin mahiyeti ve sınırları üzerinde de durulması gerekmektedir. Nihayet, 5 mahiyeti ve esaslarını belirlediğimiz denetim faaliyeti sonucunda, GYO'nun karşılaşılabileceği yaptırımların neler olabileceğine değinilecektir.

2.4.1 Denetimde Bağlı Olunan Esaslar

GYO üzerinde SPK'nın yaptığı denetim faaliyeti, esas itibariyle SerPK md. 45/f.I uyarınca SPK uzman ve uzman yardımcıları tarafından yapılmaktadır. Gözetim ve denetim faaliyeti kural olarak bu kişiler tarafından SPK adına yapılmakla 10 birlikte, bu kişilerin yaptığı denetime yardımcı nitelikte bir takım faaliyetlerin de GYO tarafından yapılması gerekmektedir. Gerek SPK'nın uzman ve uzman yardımcıları aracılığıyla yaptığı denetim, gerek GYO'nun denetime yardımcı fiilleri çeşitli esaslara tabidir.

2.4.1.1 Sermaye Piyasası Kurulu'nun Tabi Olduğu Esaslar

2.4.1.1.1 Kanunilik Esası

15 SPK'nın GYO üzerinde yapacağı denetimde, SPK'nın bağlı bulunduğu ilk ve en önemli esasın, kanunilik olduğunu söyleyebiliriz. Esasen SPK'nın yalnızca denetim faaliyeti değil, bir idare olarak tüm faaliyetleri, kanunilik ilkesi çerçevesinde gerçekleştirilmektedir⁵⁷⁹. Yine de idarenin diğer faaliyetlerinde bağlı bulunduğu kanunilik ilkesinden farklı olarak, denetim faaliyetinde kanunilik ilkesi daha katı 20 anlaşılmaktadır. Nitekim SPK'nın pek çok faaliyeti, kanunda genel hatlarıyla tanımlanmış ve kendi yayımladığı tebliğlerde düzenlenmiş iken, GYO'nun SPK

⁵⁷⁹ İdarenin kanuniliği ilkesi ile idarenin tüm işlemlerine karşı yargı yoluna başvurulabileceği genel prensibini de beraberinde getirmektedir. Bu çerçevede, SPK'nın GYO üzerindeki denetime ilişkin işlemlerine karşı idari yargı yolu açıktır. Bu yönde bk. DİDDGK, 26.06.1998 tarihli, E.1998/355, K. 1998/277, www.kazanci.com.tr İdarenin kanuniliği ilkesi hakkında bk. GÜNDAY, s. 41

tarafından denetimine ilişkin esaslar, GYO Tebliği'nde değil, SerPK'da yer almaktadır⁵⁸⁰. Denetim faaliyetine ilişkin bu özellikli durum, GYO'nun denetim sonucunda karşılaşılabileceği yaptırımların mutlaka kanunda gösterilmesi ihtiyacından, yani suç ve cezada kanunilik ilkesinden kaynaklanmaktadır⁵⁸¹. Şöyle ki, GYO Tebliği'nde yapılması yasaklanan pek çok faaliyet bulunmakla birlikte, bu faaliyetlere aykırı hareket edilmesi durumunda GYO'nun karşılaşılabileceği yaptırımlardan söz edilmemektedir. İşte bu yaptırımlar, kanunilik ilkesi çerçevesinde SerPK'da yer almaktadır.

10 Denetleme faaliyetinin sonucu olarak SPK'nın uyguladığı yaptırımların mutlaka kanunda (SerPK'da) yer alması zorunluluğu, Danıştay tarafından da vurgulanmaktadır. Danıştay İdari Dava Daireleri Kurulu, 2006 tarihli kararında⁵⁸², SPK'nın, manipülasyon yaptığı tespit edilen kimselere karşı (SerPK md. 46/f.I/b(i)'ye bu yaptırım eklenmeden evvel) borsada işlem yasağı yaptırımı 15 uygulamasının, kanunilik ilkesine uygun olup olmadığı hususunu değerlendirmiştir⁵⁸³. DİDDK, *“cezai sorumluluğu düzenleyen kuralların yatırımcıların korunmasında yetersiz olduğundan bahisle, cezaların yasallığı ilkesine aykırı olarak, tescilli edilen işlemde [borsada işlem yasağı verilmesine ilişkin işlem] hukuka uygunluk bulunmadığı sonucuna”* ulaşmıştır. Özetle, bir yaptırımın 20 uygulanması hususunda kanunda açıkça SPK'ya yetki verilmediği durumlarda, yaptırım uygulanmasının, kanunilik ilkesine aykırı olması gerekçesiyle bozma sebebi sayılacağı belirtilmektedir. DİDDK'nın bu içtihadını, SPK'nın GYO üzerindeki denetim faaliyetine uygulayacak olursak, SPK'nın GYO üzerinde yapacağı denetim sonucunda uygulayacağı yaptırımların, mutlaka SerPK'da sermaye piyasası 25 kurumlarına yönelik uygulanabilecek yatırımlar arasında gösterilmiş olması gerektiği sonucuna varmak gerekmektedir.

⁵⁸⁰ BELEN, s. 328

⁵⁸¹ BELEN, s. 317, SerPK'nın ilk düzenlenişinde, SPK'nın yaptığı denetimler sonucu yaptırım uygulama kuvveti bulunmamakta idi. bk. TEKİNALP, Sermaye Piyasası s. 153 vd.

⁵⁸² DİDDK 30.11.2006, E. 2003/41, K:2006/1439 (Yayımlanmamış Karar, AKGÜL, s. 134 vd.'dan naklen)

⁵⁸³ DİDDK'nın kararından evvel Danıştay 10. Ve 13. dairelerin verdiği birbiriyle çelişen kararları hakkında ayrıntılı açıklama için bk. AKGÜL, s. 131 vd.

2.4.1.1.2 Denetimde Önleme Amacı Gütme

SerPK md. 1’de yer aldığı şekliyle, SPK’nın amacı “*sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını, düzenlemek ve denetlemektir.*” Bu amaç doğrultusunda, diğer tüm sermaye piyasası kurumlarının denetiminde olduğu gibi, GYO’nun denetiminde de SPK, piyasadaki güven ve açıklık ile tasarruf sahiplerinin haklarının korunmasını ön planda tutacaktır. Bu amaca ulaşırken, SPK’nın elindeki en önemli araçlar, SerPK’nın onun kullanımına sunduğu yaptırımlardır. Ne var ki, bu yaptırımlar uygulanırken, ceza vermek amacından ziyade, sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışması ve tasarruf sahiplerinin haklarının korunması ön planda tutulacak, bu bağlamda ceza verilmesinden önce bir takım tedbirlere başvurulacaktır⁵⁸⁴. Özetle SPK’nın öncelikli amacı, mümkünse GYO mevzuatına aykırı durumun ortadan kaldırılması, düzenin yeniden sağlanmasıdır⁵⁸⁵. Ancak bunun mümkün olamadığı durumlarda, GYO’nun bir yaptırımla karşılaşması söz konusu olabilecektir. O halde SPK’nın denetimi esnasında tespit ettiği mevzuata aykırılıklara uygulanacak yaptırımların, kademeli şekilde uygulanacağını söylemek mümkündür.

Yaptırımların kademeli olarak uygulanmasından kasıt, geri dönülemeyecek bir hukuka aykırılık mevcut değilse, ilk aşamada düzenin yeniden sağlanmasına yönelik tedbirlerin uygulanması, bu tedbirlerin uygulanmaması ya da uygulanmasına rağmen hedeflenen sonucu vermemesi halinde (ikinci aşamada), idari cezaların uygulanmasıdır. Böyle kademeli/aşamalı bir yaptırım sisteminin tercih edilmesi, bir yandan SPK’nın SerPK md. 1’de gösterilen amaca uygun sonuç elde etmesini sağlamakta, diğer yandan da idarenin işlemlerinde bağlı olduğu orantılılık ilkesi ile uygun düşmektedir. Orantılılık ilkesi “*özgürlüğe getirilen sınırlandırmanın, özgürlüğü belirleyen durumla arasında bir orantı bulunması ve getirilen sınırlandırmanın hak ve özgürlüğün varlığını zedelememesi*” olarak tanımlanmaktadır⁵⁸⁶. Yani, idarenin tespit etmiş olduğu (SPK’nın faaliyeti açısından

⁵⁸⁴ BELEN, s. 331

⁵⁸⁵ AKGÜL, s. 76

⁵⁸⁶ AKGÜL, s. 154

ekonomik) kamu düzenini bozmaya yönelik faaliyet ile, bu faaliyete karşı idarenin uygulayacağı yaptırımın, bozulma tehlikesine giren kamu düzenini korumaya ve yeniden tesis etmeye yetecek kadar olup, bu amacı aşacak düzeyde olmaması gerekmektedir. Benzer şekilde, GYO'nun faaliyetleri esnasında meydana geldiği

5 tespit edilen mevzuata aykırılıkların da, ancak bu aykırılıkların ortadan kaldırılıp, piyasanın yeniden düzgün çalışmasını ve yatırımcıların haklarının en iyi şekilde korunmasını sağlayabilecek yaptırımlar ile karşılanması gerekmektedir. O halde denilebilir ki, SPK'nın denetim faaliyeti çerçevesinde GYO için öngörebileceği yaptırımların mutlaka kanuni ve orantılı olması gerekmektedir. Bu bağlamda daha

10 hafif bir tedbir ile düzeltilmesi mümkün hukuka aykırılıkların, ağır tedbirler ile karşılanmaması gerekmektedir⁵⁸⁷. Bu ilkeleri göz önünde bulundurmaksızın SPK tarafından takdir edilecek bir yaptırımın idare mahkemelerince iptal edilmesi olanağı vardır.

15 SPK tarafından tespit edilecek tedbirlerin, hukuka aykırılık ile orantılı olması, yalnızca tedbirin hukuka aykırılığa nazaran çok ağır olması ihtimalinde değil, aynı zamanda tedbirin hukuka aykırılığı ortadan kaldırmaya muktedir olmayacak şekilde seçilmesi suretiyle, ortaklık ve menfaat sahiplerine zaman kaybettirilmesi ihtimalinde de düşünülmelidir. Örneğin, mali durumun ortaklığın taahhütlerini karşılayamayacak

20 kadar bozulması ihtimalinde, ortaklığın mali durumunu süre verilmesi halinde dahi düzeltmeyeceği aşikâr iken, ortaklığa süre verilmesi, geçici ya da sürekli durdurma kararları alınarak tedrici tasfiyenin ertelenmesi, sonradan alınacak tedrici tasfiye kararından da beklenen faydanın elde edilmesini engelleyeceğinden, orantılı kabul edilmemelidir⁵⁸⁸.

2.4.1.2 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Denetime Yardımcı Faaliyetlerinde Tabi Olduğu Esaslar

25 SPK'nın GYO üzerindeki gözetim ve denetim faaliyetini uzman ve uzman yardımcıları aracılığıyla yaptığına yukarıda değinilmişti. SPK adına denetim yapan

⁵⁸⁷ TEVETOĞLU, s. 83

⁵⁸⁸ TEVETOĞLU, s. 104

bu kimselerin, denetimlerini, GYO hakkında tam ve doğru bilgi sahibi olmaksızın yapmaları mümkün değildir. Bu çerçevede, GYO'nun kendisi hakkında bir takım bilgileri açıklaması icap etmektedir. SPK denetiminin sağlıklı yapılabilmesi açısından bu bilgilerin ifşa edilmesi gerekli ise de tek başına yeterli olmayabilir. Zira

5 söz konusu bilgilerin sıhhati (tam ve doğru olması) SPK'nın denetimi açısından büyük önem taşımaktadır. Bu noktada GYO'nun faaliyetlerinde bağlı olduğu ilkelerden kamuyu aydınlatma ilkesine ek olarak, ekspertiz raporları ile bağlılık ilkesinin de üzerinde durulması gerekmektedir.

2.4.1.2.1 Kamunun Aydınlatılması İlkesi

GYO'nun SerPK'ya tabi diğer ortaklıklarda olduğu gibi kamuyu aydınlatma

10 yükümlülüğü vardır. Kamunun aydınlatılması ilkesi SerPK'da ya da mevzuatımızda başka bir yerde tanımlanmış değildir. Bu sebeple doktrinel tanımlar ve açıklamalar ile yetinmemiz gerekmektedir. Tekinalp'in tanımına göre kamunun aydınlatılması

15 “*ortaklık pay sahiplerini ve alacaklılarının menfaatlerini korumaya ve haklarını bilinçli ve etkili bir şekilde kullanmaya yardım eden; gelecekteki pay ve tahvil sahiplerinin ve sermaye piyasasının diğer ilgililerinin aldatılmalarını önleyip, ortaklık yararına kazanılmalarını sağlayan; özel ekonomik gücün milli iktisadın gereklerine ve faydasına uygun çalışmasını gerçekleştiren; gerek iç, gerek dış denetimi kapsamı içine alan, **ilkelerin tümüdür***⁵⁸⁹.” Buna göre Tekinalp, kamunun aydınlatılması ilkesini tek bir ilke değil, bir ilkeler bütünü olarak görmektedir.

20 Poroy'un açıklamaları uyarınca ise “*iç ve dış denetime rağmen ve onunla birlikte, gerek hisse senedi sahiplerinin, gerek katılmayı düşünenlerin –kamu- en iyi korunmalarının yolu anonim ortaklığın faaliyeti hakkında gerçek, açık ve yeterli bilgi sahibi olmalarıdır. Anonim ortaklık ticari sırlar istisna edilirse, camdan bir evde oturmalıdır. Bilanço, rapor, izahname ve sirküler gibi belgeler gerçekler hakkında*

25 *tam bilgi verecek usul ile yeterli ayrıntıları gösterecek modellere göre düzenlenmelidir, açıklanmalıdır*⁵⁹⁰.” Buna göre, GYO'nun özellikle iktisadi faaliyeti ve mali durumu ile ilgili olarak mevcut ve müstakbel pay sahiplerini doğru ve

⁵⁸⁹ TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar, N. 1457a

⁵⁹⁰ POROY (Tekinalp/Çamoğlu), Ortaklıklar, N. 471

eksiksiz şekilde aydınlatması gerekmektedir⁵⁹¹. Ancak bu durumda yatırımları hakkında doğru kararı vermelerine yarayacak, uygun veriye sahip olmuş olurlar⁵⁹². Kamunun aydınlatılması faaliyetinin ilk ve en önemli muhatabı, mevcut ve müstakbel pay sahipleri olmakla birlikte, tek muhatap onlar değildir⁵⁹³. İdari makamlar da kamuya açıklanan bilgilerin muhatapları arasındadır. GYO'nun SPK tarafından denetlenmesi başlığı altında incelenen kamuyu aydınlatma yükümlülüğünde, idari makamlardan SPK'nın bilgilendirilmesi boyutu üzerinde durulması gerekmektedir. Bu çerçevede, kamunun aydınlatılması ilkesinin muhatabı olan SPK, denetlemesini, yalnızca kanunen zaruri tutulan kamuyu aydınlatma işlemlerinin, şeklen yapılmış olup olmadığını incelemeye hasretmemekte, aynı zamanda söz konusu işlemlerin içeriklerinde tespit edilen hukuka aykırılıklar karşısında tedbir almak (yaptırımında bulunmak) seviyesine yükseltmektedir. Tabiidir ki SPK'nın GYO üzerindeki denetim faaliyeti çerçevesinde, tek bilgi kaynağı GYO'nun yapacağı kamuyu aydınlatma işlemleri olmayacaktır. SPK gerekli gördüğü takdirde bilgi ve belgelerin kamuya duyurulmasını ya da kendisine ulaştırılmasını da talep edebilir. GYO Tebliği md. 43/f.V'in bu yöndeki hükmü çok açıktır. “*Bilgi verme ve kamuyu aydınlatma*” başlıklı 43. maddenin ilgili fıkrası uyarınca “*ortaklığın gözetim ve denetimi ile kamunun etkin bir şekilde aydınlatılmasına yönelik olarak Kurulca talep edilecek her türlü bilgi ve belgenin Kurulca belirlenecek süre ve esaslar çerçevesinde gönderilmesi ve Kurulca gerekli görülen hususların kamuya duyurulması zorunludur.*”

SerPK md. 16/f.I uyarınca “*sermaye piyasası kurumları ... kamuya açıklanacak veya gerektiğinde Kurulca istenecek mali tablo, rapor ve bilgileri tespit olunacak şekil ve esaslara, genel kabul görmüş muhasebe kavram, ilke ve*

⁵⁹¹ YASAMAN, Yatırım Fonları, s. 57, TANÖR, Taraflar, s. 179

⁵⁹² Yatırım yapma ya da yapmama kararı, nihayet küçük yatırımcıdır. Kamunun aydınlatılması ilkesi çerçevesinde hedeflenen, piyasadaki risklerin ortadan kaldırılması değil, bu risklerden mevcut ve müstakbel yatırımcının haberdar edilerek, ona göre pozisyon almalarına olanak sağlanmasıdır. Mustafa İHTİYAR, *Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi*, İstanbul 2006 s. 92

⁵⁹³ Payscalelerinin yanı sıra, alacaklılar, kredi verenler, idari makamlar, diğer şirketler, şirketin kendi yöneticileri ve çalışanları da kamunun aydınlatılması yükümlülüğünün muhatapları arasındadır. Bk. İHTİYAR, s. 95

standartlarına uymak suretiyle düzenlemekle yükümlüdürler.”⁵⁹⁴ Bu çerçevede GYO’nun SerPK’ya tabi diğer ortaklıkların sahip olduğu kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin (örneğin, periyodik mali tablolar ve bağımsız dış denetimde ya da halka arzda, kayıtlı sermayeye geçişte yerine getirilmesi icap eden kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin) yanı sıra, gayrimenkul yatırım ortaklığı olmasından kaynaklanan bazı özellikli durumlarda da kamuyu aydınlatma yükümlülüğü mevcuttur. Aşağıda bu hususlar incelenmektedir.

GYO Tebliği md. 42 ve 43 uyarınca, GYO’nun kamuyu periyodik olarak aydınlatma yükümlülüğünün yanı sıra bazı durumlarda özel olarak aydınlatma yükümlülüğü de doğmaktadır. Tebliğ md. 42 uyarınca GYO’nun üç aylık periyotlarla portföy tablosu düzenlemesi icap etmektedir. Portföy tablosunda, portföydeki varlıklar, bunların en son değerlendirme raporunda gösterilen rayiç bedelleri ile, maliyet bedelleri yer almalıdır. Bu bilgileri içeren portföy tablosunun SPK’ya ve ortaklık paylarının kote olduğu İMKB’ye, üç aylık dönemi takip eden bir ay içinde gönderilmesi zorunluluğu vardır. GYO Tebliği md. 42/f.II uyarınca, gayrimenkul portföy tablosundan ayrı olarak üç aylık raporlar düzenlenerek, bunların SPK’ya iletilmesi icap etmektedir. Bu raporlar asgari olarak “*son üç aylık döneme ilişkin gelişmeleri özetleyen ve Yönetim Kurulu tarafından hazırlanan faaliyet raporunu, ortaklığın ilgili döneme ait portföy tablosunu, portföyde yer alan varlıklara ilişkin bilgileri, varsa projelere ilişkin mevcut durum, tamamlanma oranı ve süresi, öngörülerin gerçekleşme durumu, sorunlar gibi bilgileri, ortaklığın bir önceki dönemle karşılaştırmalı olarak hazırlanmış üç aylık bilanço ve gelir tablolarını*” içerir. GYO Tebliği md. 42’de GYO’nun mali durumu ve üç aylık faaliyetlerine ilişkin fotoğrafı raporda yer alırken, portföyün son üç aylık durumunun fotoğrafı ayrıca portföy tablosunda yer almaktadır. İlgili döneme ilişkin portföy tablosunu içeren rapor, yalnızca ilgili idarelere iletilmekle kalmaz, aynı zamanda ortaklık merkezinde ve internet sitesinde yayımlanmak suretiyle diğer ilgililere de açıklanmış olur.

⁵⁹⁴ Kamunun aydınlatılması yükümlülüğü, çoğunlukla ortaklığın mali durumu hakkında bilgilendirme amacı gütmektedir. Zira ortaklığın mali durumu hakkında bilgi sahibi olmakta mevcut ve müstakbel ortaklar ile, ortaklık alacaklıları ve sermaye piyasası yatırımcılarının menfaati vardır. **KAYAR**, s. 19

GYO'nun dönemsel olarak kamuya açıklaması icap eden yukarıda sayılan belgelerin yanı sıra, başkaca hususları da zaman zaman kamuya özel olarak duyurması gerekmektedir. Bu haller GYO Tebliği md. 43 ve md. 21'de gösterilmiştir ve her iki durumda da GYO'nun kamuyu aydınlatma yükümlülüğü Özel Durumların

5 Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği⁵⁹⁵ uyarınca yerine getirilecektir. Sürekli, bir takım yatırım faaliyetlerinde bulunan GYO'nun mali durumu da sürekli olarak değişmektedir. Nitekim kamuyu aydınlatma faaliyetlerinin periyodik biçimde yapılmasının altında yatan sebep de bu sürekli değişimden ilgililerin haberdar

10 haberdar edilmeleri için kamuyu aydınlatma periyodunun beklenmesi, aydınlatmadan beklenen menfaati sağlamayabilir. Bu gibi durumlarda özel olarak ve derhal kamunun aydınlatılması gerekmektedir⁵⁹⁶. GYO Tebliği md. 43'te bu durumlardan bir kısmı sıralanmıştır. Madde hükmüne göre GYO “a) *Bu Tebliğ hükümleri uyarınca veya ihtiyari olarak hazırlanan değerlendirme raporlarını, kendilerine*

15 *teslimini, b) Portföyün % 10'unu aşan alım satımları, kararın alınmasını, c) Sigorta sözleşmelerini, hesap dönemi bitimini, d) Kurul düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanacak bağımsız denetim raporu ve mali tabloları, hazırlanmasını, e) Yıllık faaliyet raporunu, hazırlanmasını, f) Her tür ilan ve reklamın yayınlandığı gazetelerin birer nüshasını, yayımını, g) Portföyde yer alan veya yer alması*

20 *kesinleşen projelere ilişkin asgari olarak değerlendirme raporunu ve yasal izinlerin alındığını gösterir belgeleri, kendilerine teslimini; fizibilite raporunu⁵⁹⁷, planlanan harcama tutarları ile ödeme planlarını ise, kesinleşmesini, takip eden on iş günü içinde Kurula göndermek” zorunluluğu altındadır. Görüldüğü üzere, maddede derhal kamuya açıklanması gereken haller olarak GYO'nun bir bağımsız uzmana*

25 hazırlattığı raporlar ya da portföyün durumunu önemli ölçüde etkileyebilecek nitelikteki işlemler sayılmıştır. Bu rapor ve işlemlerin derhal kamuya açıklanması ile korunan hukuki menfaat, GYO'nun faaliyetleri ile ilgili kimseler arasında söz konusu bilgilere ulaşmak konusunda fırsat eşitliği sağlayarak, piyasanın güven içinde hareket etmesine katkıda bulunmaktadır⁵⁹⁸.

⁵⁹⁵ Seri:VIII, No:54 sayılı Tebliğ 06.02.2009 tarihinde resmi gazetede yayımlanmıştır.

⁵⁹⁶ İHTİYAR, s. 176

⁵⁹⁷ Tebliğ ticari sırların korunması amacıyla fizibilite raporunun yalnızca SPK'ya sunulması ile yetinmiş, bunun ortaklık merkezinde ve internet sitesinde yayınlanması zorunluluğunu aramamıştır.

⁵⁹⁸ İHTİYAR, s. 176

GYO Tebliği md. 21 uyarınca, A bendinde sayılı kimseler ile GYO arasında yapılacak, B beninde sayılan işlemlere ilişkin YK kararlarının, oy çokluğu ile alınması halinde, durumun, mutlaka kamuya açıklanması gerekmektedir. Kamunun 5 aydınlatılması ile doğrudan ilgili olmamakla birlikte aynı maddede GYO yönetimine, söz konusu işlemi takip eden ilk genel kurul toplantısında konuyu gündeme aldırma ve ortakları bilgilendirme sorumluluğu verilmiştir.

GYO Tebliği md. 21’de yer alan özellikli işlemlerin irdelenmesine geçmeden evvel, kısaca pay sahiplerini bilgilendirme yükümlülüğüne değinmek gerekmektedir. Söz konusu bilgilendirme yükümlülüğü doğrudan doğruya kamuyu aydınlatma ilkesi kapsamında değerlendirilmemekle birlikte, bu ilkeye oldukça yakın telakki edilen paydaşın bilgi edinme hakkı çerçevesinde değerlendirilmelidir⁵⁹⁹. Paydaşın bilgi edinme hakkı çerçevesinde yapılan açıklamalar, kamunun aydınlatılması ilkesinde 15 olduğundan farklı olarak, piyasanın düzgün ve güvenle işlemlerini değil, paydaşların ortaklık yönetiminde etkin bir denetimleri olmasını sağlamayı amaçlamaktadır. Kamunun aydınlatılması ilkesi ile paydaşların bilgiye erişim haklarını birbirinden ayıran amaç unsuru dışında, bir diğer özellik de bunların muhatapları arasındaki farklılık olarak belirtilmektedir. Kamunun aydınlatılması faaliyetinin muhatap 20 çevresi, ortaklık paydaşları ile birlikte başkaca kimseleri de içine almakla birlikte, bilgi edinme hakkının muhatabı yalnızca ortaklık paydaşı olabilmektedir⁶⁰⁰. O halde, GYO Tebliği md. 21 düzenlemesi için şunu söylemek mümkündür, tebliğ koyucu, maddede gösterilen özellik arz eden kararlardan paydaşların haberdar edilmesini ve bu yolla paydaşların yönetici ve hâkim ortaklar üzerinde denetimlerini etkin hale 25 getirmelerini sağlamayı amaçlamaktadır. Bu amaç doğrultusunda, paydaşların söz konusu işlemlerden haberdar edilmeleri, kamuya açıklanan belgelerin yanı sıra, paydaşlara özel olarak verilecek bilgiler yolu ile de sağlanmaya çalışılmaktadır.

Tebliğ koyucunun paydaşların maddede sayılan işlemlerden haberdar 30 edilmeleri konusundaki hassasiyeti, söz konusu işlemlerin, maddenin A beninde

⁵⁹⁹ İHTİYAR, s. 100

⁶⁰⁰ İHTİYAR, s. 104

sayılan kimseler lehine, ortaklık sermayesini azaltmaya sebep olabileceği endişesinden kaynaklanmaktadır. Madde kamuyu aydınlatma yükümlülüğünü üç şart birlikte gerçekleştiği takdirde getirmektedir. Bu şartlar; (i) GYO ile Tebliğ md. 21/f.I/b(A)'da sayılan kimseler arasında, (ii) Tebliğ md. 21/f.I/b(B)'de sayılan

5 hukuki işlemlerden birinin yapılması ve (iii) bu hukuki işlemin yapılmasına yönelik GYO yönetim kurulunda tecessüm eden irade beyanının, yönetim kurulunda oy birliği ile değil oy çokluğu ile alınmış olması şartıdır. Saydığımız bu üç şartın birlikte gerçekleşmesi halinde Tebliğ, kamuya açıklama yapılmasını zorunlu tutmuştur. GYO Tebliği md. 21/f.I/b(A) uyarınca, “a) Ortaklıkta sermayenin %10 veya üzerinde paya

10 veya bu oranda oy hakkına sahip ortaklar, b) Ortaklıkta yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazını içeren pay sahibi ortaklar, c) Ortaklığa danışmanlık hizmeti veren şirket, d) (a) ve (b) bentlerinde sayılanların %10 dan fazla paya veya bu oranda oy hakkına sahip oldukları diğer şirketler, e) Ortaklığın iştirakleri, f) Ortaklığa işletmecilik hizmeti veren şirketler” ile GYO Tebliği md. 21/f.I/b(B)

15 uyarınca “a) Ortaklık portföyünden varlık alınması, satılması, kiralanması veya kiraya verilmesine ilişkin kararlar, b) Ortaklığın portföyündeki varlıkların pazarlanması işini üstlenecek şirketlerin belirlenmesine ilişkin kararlar, c) Kredi ilişkisi kurulmasına ilişkin kararlar, d) Ortaklığın paylarının halka arzında, satın alma taahhüdünde bulunan aracı kuruluşun belirlenmesine ilişkin kararlar, e) Ortak

20 yatırım yapılmasına ilişkin kararlar, f) Ortaklığa mali, hukuki veya teknik danışmanlık hizmeti verecek gerçek veya tüzel kişilerin belirlenmesine ilişkin kararlar, g) Ortaklığa proje geliştirme, kontrol veya müteahhitlik hizmeti verecek gerçek veya tüzel kişilerin belirlenmesine ilişkin kararlar, h) (A) bendinde yer alan tüzel kişilerin ihraç ettiği menkul kıymetlerin ortaklık portföyüne alınmasına ilişkin

25 kararlar, i) Ortaklığa işletmecilik hizmeti verecek gerçek veya tüzel kişilerin belirlenmesine ilişkin kararlar, j) Bunlar dışında kalmakla birlikte, (A) bendinde sayılan taraflardan herhangi birisinin lehine sonuç doğurucu nitelikteki kararlar” alınması halinde, bu kararların YK'da oy çokluğu ile alınması, kararların kamuya açıklanması ve bu hususta paydaşların genel kurulda bilgilendirilmesi zorunlu

30 kılınmaktadır. A bendinde sayılan kimseler, GYO'nun gerek idari işleyişinde, gerek portföy yönetimi faaliyetlerinde karara etki edebilecek nitelikteki kimselerdir. Bu kimselerin, GYO'nun karar mekanizmasını etkilemek suretiyle, (örtülü kazanç sağlama yöntemi ile ya da başkaca yöntemlerle) ortaklığın sermayesini azaltması

ihimalini önlemek ya da önlemenin mümkün olmadığı hallerde, ilgili kimselerin söz konusu risklerden haberdar olmasını sağlamak amacıyla kamuyu aydınlatma zorunluluğu getirilmiştir. Tebliğ md. 21'in *ratio legis*'i B bendinin j alt bendinden açıkça anlaşılmaktadır. j alt bendi Tebliğ md. 21'in amacına yönelik olarak çerçeve bir hüküm niteliğindedir. Maddede açıkça sayılmış olmamakla birlikte, herhangi bir işlem ile (A bendinde sayılan) GYO kararları üzerinde etki edebilme imkânına sahip kimseler lehine sonuç doğuracak nitelikte oy çokluğu ile karar alınması halinde de kamuyu aydınlatma zorunluluğu getirmiştir. O halde, denilebilir ki, madde ile korunan asıl hukuki menfaat, A bendinde sayılan kimseler lehine, GYO malvarlığının azaltılmasının önüne geçilmesidir.

Tebliğ md. 21 ile getirilen üçlü şart, GYO'ya şartlardan yalnızca ikisinin ya da bazen yalnızca birinin meydana geldiği hallerde, söz konusu işlemin kamudan gizlenmesi hakkını verdiği izlenimini yaratmamalıdır. Tebliğ md. 21'de sayılan özellikli durumlar bir yana, idari ve mali durumu konusunda genel bir kamuyu aydınlatma yükümlülüğü olan GYO'nun, doğru ve dürüst bir görünüm verme ilkesi çerçevesinde, mevzuatta bir zorunluluk bulunmasa (örneğin 21. Maddede sayılan üç şarttan yalnızca ikisi gerçekleşmiş olsa) dahi kamuyu dürüstlük çerçevesinde aydınlatma yükümlülüğü doğabilir⁶⁰¹. Dürüst resim ilkesi uyarınca kamuyu aydınlatma yükümlülüğü altında olan GYO'nun, mevzuatta yer alan bir zorunluluğu olmasa da, bu ilke çerçevesinde takdir yetkisi ile kamuyu aydınlatmayı tercih etmesi mümkündür. Bir örnek verecek olursak, diyelim ki, GYO yönetim kurulu oy çokluğu ile ortaklık sermayesinin % 8'ine sahip bir paydaş ile, bir projede ortak girişim kurmaya karar vermiş olsun. Bu olasılıkta, Tebliğ md. 21 bir kamuyu aydınlatma zorunluluğu getirmemektedir. Zira zorunluluğun doğması için, YK'nın oy çokluğu şartı ile Tebliğ md. 21/f.I/b(B)/e'de gösterilen "*ortak yatırım yapılmasına ilişkin karar*" şartları yerine gelmiş olmakla birlikte, Tebliğ md. 21/f.I/b(A)/a'da gösterilen bu işlemin "*ortaklıkta sermayenin %10 veya üzerinde paya veya bu oranda oy hakkına sahip ortaklar*" ile yapılması şartı yerine getirilmiş olmamaktadır. Kanımca burada kanun koyucunun Tebliğ md. 21'i düzenlerkenki *ratio legis*'inden yola çıkılarak, Tebliğ'de kamuyu aydınlatma zorunluluğu olmadığı halde, doğru ve dürüst

⁶⁰¹ İHTİYAR, s. 82

bir görünüm verme amacı ile kamunun söz konusu işlem hakkında aydınlatılması gerekmektedir⁶⁰².

5 Aynı sonuca, yukarıda Tebliğ md. 21'in açıklamasında değinilmiş olan, pay sahibinin bilgi edinme hakkı açısından varmak mümkün gözükmemektedir. Şöyle ki, GYO'nun Tebliğ md. 21'den ayrı ve bağımsız, doğru ve dürüst resim ilkesi çerçevesinde kamuyu aydınlatma yükümlülüğü mevcut ise de, md. 21'den bağımsız paydaşı bilgilendirme yükümlülüğü yoktur. Paydaş konu hakkında bilgi talep ettiğinde, elbette ki ortaklığın gerçekleri doğru ve dürüst biçimde yansıtan bir bilgi 10 vermesi gerekecekse de, md. 21'de sayılan üç şartın birlikte gerçekleşmediği durumlarda, GYO'nun kendiliğinden genel kurul gündemine söz konusu hususu eklemesine gerek olmayacaktır.

2.4.1.2.2 Ekspertiz Raporlarıyla Bağlılık İlkesi

Kamunun aydınlatılması ilkesinin tek bir ilke değil bir ilkeler bütünü olduğuna yukarıda değinmiştik. Kamunun aydınlatılması ilkesi çerçevesinde 15 değerlendirilebilecek bu ilkelere biri de ekspertiz raporları ile bağlılıktır. Kamunun aydınlatılması ilkesi kapsamında açıklanacak bilginin açıklık, tamlık, doğruluk, dürüstlük vb. özelliklere sahip olması gerektiği ifade edilmektedir⁶⁰³. Bu özellikler arasında en önemlilerden biri, bağımsız denetimden geçmiş olma özelliğidir. Kamuya açıklanacak bilgilerin, konunun uzmanları tarafından denetlenmiş olması, 20 piyasada faaliyet gösteren küçük yatırımcı nezdinde güven telkin edeceği⁶⁰⁴ gibi, SPK'nın da açıklanan bilgiler üzerinden yapacağı denetlemede sağlıklı yargılara varmasına katkıda bulunacaktır. Zira uzman kişilerce hazırlanmış belgelere dayanan bilginin doğruluğu konusunda kuvvetli bir kanaat mevcuttur⁶⁰⁵. Söz konusu kanaat

⁶⁰² GYO Tebliği md. 43/f.II uyarınca, GYO'nun kamunun aydınlatılması ile ilgili bir bilgilendirme politikası belirlemesi gerekmektedir. Bu politika çerçevesinde, verdiğimiz örnek ve benzeri hallerin kamunun aydınlatılması ilkesi çerçevesinde duyurulacağı peşinen ilan edebilir. Bilgilendirme politikası çerçevesinde, GYO mevzuat uyarınca kamuyu aydınlatma zorunluluğu olmayan bir takım durumların dahi kamuya duyurulacağını taahhüt edebilecektir. Gönüllü kamuyu aydınlatma hakkında açıklamalar için bk. **İHTİYAR**, s. 151 vd.

⁶⁰³ **İHTİYAR**, s. 72 vd.

⁶⁰⁴ **İHTİYAR**, s. 64

⁶⁰⁵ **İHTİYAR**, s. 65

yalnızca piyasada faaliyet gösteren kimseler değil, SPK nezdinde de gözlemlenebilir. SerPK md. 22/f.I/b(r) uyarınca SPK, gayrimenkul değerlemesi yapabilecek kişi ve kurumlara ilişkin şartları belirlemek ve bunları bir liste halinde yayınlamak yetisine sahiptir. SPK, listelediği gayrimenkul değerlendirme şirketinin raporlarında gösterilen değere göre, GYO'nun portföyünde bulunan gayrimenkullerin gerçek değerini tespit edecektir. Listelenmiş kimseye değerlendirme yaptırılmaksızın kamuya açıklanan gayrimenkul değerlerine itibar olunmayacaktır. Nitekim GYO Tebliği'nin "Yatırımlar ve Portföy Yönetimine İlişkin Esaslar" üst başlığının altında yer alan "Faaliyet Kapsamı" başlıklı 23. maddesi b ve c bentlerinde, SPK'nın raporlara itibarını değerlendirmek mümkündür. Tebliğ koyucu, portföy yöneticisi GYO'ya, portföyde yer alacak varlıkların mevzuata uygun olarak seçilmesi ve bunların değerlerinin, gerçek değeri göz önünde bulundurularak portföye dahil edilmeleri görevini vermiştir. Tebliğ koyucu, portföy yöneticisi GYO'ya bu görevleri yerine getireceği hususunda güvenmekle birlikte, bununla yetinmemiştir. Bu hususların yerine getirildiğine yönelik rapor hazırlanmasını temin etmesini emretmiştir. İlgili madde GYO'ya "b) Ortaklık portföyünü oluşturan veya portföye alınması planlanan varlıklar hakkında bu Tebliğ uyarınca gerekli hukuki şartların sağlanıp sağlanmadığını araştırmak, bu hususta gerekli raporların hazırlanmasını temin etmek, c) Portföydeki varlıkların değerinin tespitine ilişkin raporların hazırlanmasını temin etmek" yükümlülüklerini yüklemektedir. Böylece, tebliğ koyucu GYO yöneticilerinin, görevlerini tebliğe uygun yaptıklarının uzmanlarca hazırlanan raporlar vasıtası ile de gösterilmesini istemiştir.

GYO Tebliği md. 23/f.I/b(c)'de GYO'ya portföydeki varlıkların değer tespitine ilişkin raporlama yapılmasının sağlanması görevi verilmiştir. Tebliğ'in 38. maddesinde de, maddede sayılan işlemler sonucu portföyde yer alacak varlıkların değerinin raporlar ile tespit edilmesi zorunluluğu getirilmiştir. Maddeye göre; "a) Portföyde yer alan gayrimenkullerin, hakların ve gayrimenkule dayalı projelerin alım veya satımı, b) Portföyde yer alan gayrimenkullerin kiraya verilmesi, c) Kiraya verilmek üzere gayrimenkul kiralanması, d) Portföyde yer alan gayrimenkullerden kiraya verilenlerin kira sözleşmelerinin yenilenmesi veya uzatılması, e) Gayrimenkul ipotegi kabul edilmesi, f) Gayrimenkule dayalı projelerin inşaatına başlanabilmesi için, yasal prosedüre uyulduğunun ve gerekli belgelerin tam ve doğru olarak mevcut

olduğunun tespit edilmesi, g) Ortaklık portföyünde yer alan ve yıl içerisinde herhangi bir nedenle rayiç değeri tespit edilmemiş olan varlıkların yılsonu değerlerinin tespiti. h) Ortaklığa aynı sermaye konulması.” Bu işlemlerin sonucunda portföye dâhil edilecek varlıkların gayrimenkul değerlendirme şirketince değerlemesinin yapılması gerekmektedir. Kanımca 38. maddede yer alan bu liste, sınırlı sayıda sayılmamıştır. Şöyle ki; GYO’nun faaliyetleri ekspertiz raporları ile bağlılık ilkesi çerçevesinde gerçekleşmektedir. İlke uyarınca GYO’nun 38. maddede sayılmış olmasa dahi, bir gayrimenkul ya da gayrimenkule dayalı hak üzerinde tasarrufta bulunduğu durumlarda, bu hakkın değerini tayinde mutlaka bir ekspertiz raporuna dayanmak gerekmektedir. Örneğin, Tebliğ md. 38’de listelenen işlemlerden olmamakla birlikte, GYO portföyüne dâhil edilecek bir üst hakkının da gayrimenkul değerlendirme şirketince değerlemesinin yapılması gerekmektedir. Özetle, üst hakkının ve 38. maddedeki listede sayılmamış olmakla birlikte, portföyde yer alabilecek her türlü gayrimenkule dayalı hakkın, portföy içindeki değeri ancak bu raporda gösterilen miktar olabilir.

Portföyde yer alan ve alacak olan varlıkların mutlaka ekspertiz raporu ile değerlemesinin yapılması yükümlülüğü, bunların yalnızca portföy içindeki değerlerinin belirlenmesi için değil, aynı zamanda söz konusu varlığın GYO’ya maliyeti ile, rayiç değeri arasında fark olup olmadığının denetlenmesi için getirilmiştir. GYO’nun faaliyetlerinde ekspertiz raporları ile bağlılık ilkesinin söz konusu olması, onun her türlü hukuki işlemi mutlaka ekspertiz raporunda gösterilen değer üzerinden yapması gerektiği, değerlendirme oranının üstünde veya altında bir değere haklar edinip devredemeyeceği anlamına gelmemektedir. Tebliğ md. 41/f.IV/c.1’de de GYO’nun işlemlerinde ekspertiz raporları ile bağlılığı ilkesi hükme bağlanmaktadır. Madde hükmüne göre “*Ortaklığın yapacağı portföye alım işlemleri, portföyden satış işlemleri ve kiralamalar tespit edilen ekspertiz değerleri dikkate alınarak gerçekleştirilir.*” Madde, GYO portföy yöneticilerini, yapacakları işlemler için ekspertiz raporu yaptırmayı zorunlu tutmakla birlikte, onlara ekspertiz raporunun sonuçlarına bağımlı olarak hareket etmelerini emretmemektedir. Yalnızca, işlemlerinde ekspertiz raporunun “*dikkate alınmasını*” zorunlu tutmaktadır. GYO ekspertiz raporunda yer alan değeri dikkate alarak ve fakat ondan farklı bir değer üzerinden işlem yapmakta serbest ise de, bu durumu kamuya açıklamak ve işlemi

5 takip eden ilk genel kurul toplantısında ortaklara durum hakkında bilgi vermek yükümlülüğü altındadır. GYO'nun ekspertiz raporunu dikkate alarak işlem değerine karar vermesi yönündeki hükmün altında yatan düşünce, basiretli bir tacir olan GYO'nun, gayrimenkul üzerindeki bir hakkı piyasa değerinden çok yüksek bir fiyata almayıp, bundan çok düşük bir fiyata devretmeyeceği yönündeki varsayımdır⁶⁰⁶. Yine de ticaret hayatının uzun süreli ilişkileri, bazı durumlarda piyasa değerinden farklı değerlere işlemler de yapılmasını gerektirebilir. İşte bu sebeple, GYO yöneticilerine durumun halka açıklanması şartı ile bir hareket sahası bırakılmıştır.

10 GYO Tebliğ md. 41/f.I uyarınca “*Varlıkların ve hakların rayiç değerlerinin tespiti her yıl sonu itibarıyla yapılır. Yılsonu rayiç değer tespit işlemi son üç ay içerisinde herhangi bir şekilde değerlemesi yapılan varlıklar için ihtiyaridir.*” Üçüncü fıkra uyarınca “*Ortaklık portföyündeki varlıklar uzun süreli olarak kiralama anlaşmasına konu edilebilir. Ancak bu durumda sözleşmede yazılı kira bedellerinin en geç beş yılda bir ekspertiz değerleri dikkate alınarak yenilenmesi zorunludur.*” Bu hükümler vasıtasıyla, GYO'nun portföy değerinin gerçek değere en yakın düzeyde gösterilmesi sağlanmaya çalışılmış, gayrimenkul sektöründe meydana gelen değişiklikler ile, zamana bağlı olarak enflasyondan kaynaklanan değer değişikliklerinin, portföy değerine düzenli olarak yansıtılması amaçlanmıştır.

20 Gayrimenkul portföyünde yer alan varlıkların değerinin gerçeği yansıtması, piyasanın güven ve açıklık içinde çalışmasının sağlanmasında büyük öneme sahiptir. Bu bağlamda SPK, ekspertiz raporlarının gerçeği yansıtmasını sağlayacak önlemlere, tebliğlerinde yer vermektedir.

25 SPK, gayrimenkul değerlemesi yapacak kişilerin, portföy değerlemesinde gerçeği yansıtabilmeleri için uzmanlığa sahip olmaları gerektiği gibi, portföy değerlemesini yaptıkları GYO'dan bağımsız olmalarını sağlayacak bir takım önlemlere de tebliğlerde yer vermiştir. Değerleme şirketlerinin, SPK'ca listeye alınmış ve bağımsız olması gerektiği şartları, GYO Tebliği md. 39/f.I'de düzenlenmiştir. Gayrimenkul değerlemesi yapacak kişinin uzmanlığı, o kimseye SPK tarafından gayrimenkul değerlemesi yapmak hususunda lisans verilmesi, GYO

⁶⁰⁶ BELEN, s. 191

Tebliğ'i md. 39 ifadesiyle, SPK'ca listeye alınmış olmak suretiyle sağlanmaktadır. SPK gayrimenkul değerlendirme şirketinin hangi koşullar ile listeye alınacağını Seri:VIII, No:35 sayılı Tebliğ⁶⁰⁷ ile düzenlenmiştir. Tebliğ'de, değerlendirme şirketlerinin, değerlendirme hususunda uzman kişiler vasıtasıyla değerlendirme yapmaları, gerek belirli sayıda uzman çalıştırma zorunluluğu, gerek değerlemeden doğabilecek sorumluluklarının geniş tutulması yolu ile sağlanmak istenmiştir.

Piyasanın düzgün işleminde önemli rolü olan raporların en sağlıklı şekilde hazırlanabilmesini sağlamaya yönelik ikinci şart olan bağımsızlık unsuruna⁶⁰⁸, GYO Tebliğ md. 39'da yer verilmiş olmakla birlikte, bağımsızlık kavramının açıklanmasında, Seri:VIII, No:35 sayılı Tebliğe gönderme yapılmıştır. Seri:VIII, No:35 sayılı Tebliğ, gayrimenkul değerlendirme şirketi ve uzmanlarının görevlerini yerine getirirken bağımsız ve objektif davranma yükümlülüğü altında olduğunu, Seri:VIII, No:35 sayılı Tebliğ md. 11'de vurguladıktan sonra, bağımsızlığın ortadan kalktığı kabul edilen durumları sınırlayıcı değil, örnekleyici şekilde, aynı Tebliğ'in 12. maddesinde sıralamıştır. Ne var ki, Tebliğ gayrimenkul değerlendirme şirketinin bağımsızlığını genel olarak tanımlamamıştır. Belen, değerlendirme şirketinin bağımsızlık yükümlülüğünü "*faaliyetini yürütürken, küçük yatırımcının çıkarlarını bir yana bırakarak ve kurumun faaliyet ilkelerine aykırı olarak, ortaklıkta görev alan bazı kişilere ya da üçüncü kişilere çıkar sağlamaktan kaçınma yükümlülüğü*" olarak tanımlamaktadır⁶⁰⁹. Seri:VIII, No:35 md.12'de sayılan bu haller şunlardır; "a) Gayrimenkul değerlendirme şirketlerinin ortakları, yöneticileri, değerlendirme uzmanları, konut değerlendirme uzmanlarının ve bunların üçüncü dereceye kadar (üçüncü derece dahil) kan ve sıhrî hısımları ile eşleri veya gayrimenkul değerlendirme şirketleri tarafından; 1) Değerleme sözleşmesinde öngörülenler dışında müşteriden veya müşteri ile ilgili olanlardan, doğrudan veya dolaylı olarak bir menfaat elde edildiğinin veya menfaat sağlanacağı vadinin ortaya çıkması, 2) Müşteriyle veya müşterinin ortaklarıyla veya müşterinin yönetim, denetim veya sermaye bakımlarından doğrudan ya da dolaylı olarak bağlı bulunduğu veya nüfuzu altında

⁶⁰⁷ 12.08.2001 tarihinde resmi gazetede yayımlanan "Sermaye Piyasası Çerçevesinde Gayrimenkul Değerleme Hizmeti Verecek Şirketler ile Bu Şirketlerin Kurulca Listeye Alınmalarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ"

⁶⁰⁸ BELEN, s. 194

⁶⁰⁹ BELEN, s. 194

bulundurduğu gerçek veya tüzel kişilerle değerlendirme hizmeti verildiği dönem dahil olmak üzere son iki yıl içerisinde ortaklık ilişkisine girilmiş olduğunun belirlenmiş olması, 3) Müşteri ile müşterinin bağlı ortaklıkları, müşterek yönetime tabi teşebbüsleri ve iştiraklerinde değerlendirme hizmeti verildiği dönem dahil olmak üzere son iki yıl içerisinde kurucu, yönetim kurulu başkan veya üyesi, şirket müdürü veya yardımcısı olarak veya önemli karar, yetki ve sorumluluğu taşıyan başka sıfatlarla görev alınması veya ticari ilişki içinde bulunulması, 4) Müşteri veya müşterinin bağlı ortaklıkları, müşterek yönetime tabi teşebbüsleri ve iştirakleri ile olağan ekonomik ilişkiler dışında borç-alacak ilişkisine girilmiş olması, b) Geçmiş yıllara ilişkin değerlendirme ücretinin, geçerli bir nedene dayanmaksızın, müşteri tarafından ödenmemesi, c) Değerleme ücretinin, değerlendirme sonuçları ile ilgili şartlara bağlanmış olması veya piyasa rayicinden bariz farklılıklar göstermesi, değerlendirme şirketi tarafından müşteriye sunulan diğer hizmetler dikkate alınarak belirlenmesi.”

Maddede sayılan bu haller dışında da değerlendirme şirketi veya uzmanının bağımsızlığının zedelendiğine dair tereddüt olan hallerde, bağımsızlığın ortadan kalktığı kabul edilmesi gerekmektedir. GYO portföyünün değerlemesinin yapılmasında, yukarıdaki örnekleyici sayımda “müşteri” olarak geçen kişi GYO’nun kendisi olabileceği gibi, GYO Tebliği md. 39/f.I/b(b) uyarınca, GYO Tebliği md. 21/f.I/b(A)’da sayılan kimseler de olabilir. Yukarıda açıkladığımız üzere, bu kimseler GYO’nun karar alma sürecine hatırı sayılır derecede etki edebilecek kimselerden oluşmaktadır.

2.4.2 Sermaye Piyasası Kurumunun Ortaklık Üzerindeki Denetimi

2.4.2.1 Denetimin Niteliği

Denetimin niteliği başlığı altında, yukarıda hangi ilkeler uyarınca yapılacağını incelediğimiz SPK denetiminin, GYO’nun hangi faaliyetlerine inhisar ettirileceği üzerinde durulacaktır. Başka bir ifade ile, SPK’nın GYO işlemlerinden hangilerini denetlemeye yetkili olduğu hususu tetkik edilecektir. SPK’nın denetlemeye yetkili olduğu alanlar, aynı zamanda mevzuata aykırılık tespit ettiği noktalarda yaptırım uygulamaya yetkili olduğu hususlar olduğundan, denetim faaliyetinin konusunu

SerPK'nın "Tedbirler" başlıklı 46. maddesinde bulmak mümkündür. SerPK md. 46'nın incelenmesinde, SPK'nın yaptığı denetim faaliyetinin özel nitelikli bir takım durumlara⁶¹⁰ yönelik olanları bir kenara bırakılırsa, genel hüküm niteliğinde g ve h bentleri üzerinde durmak gerekmektedir. SerPK md. 46/f.I/b(g) SPK'ya GYO faaliyetleri üzerinde mevzuata uygunluk denetimi yapma yetkisi, SerPK md. 46/f.I/b(h) ise GYO'da mali yeterlilik denetimi yapma yetkisi tanımaktadır.

2.4.2.1.1 İdari Denetim

SerPK md. 46/f.I/b(g) uyarınca, GYO'nun "*mevzuat, esas sözleşme ve içtüzük*⁶¹¹ hükümlerine aykırı faaliyetlerinin tespit edilmesi halinde" SPK'nın, gerek GYO'nun kendisine, gerek hukuka aykırılıktan sorumluluğu tespit edilen kimselere bentte gösterilen yaptırımları⁶¹² uygulama yetkisi vardır. SerPK md. 46/f.I/b(c) farklı bir yaptırımı⁶¹³ düzenlerken, (g) bendine benzer bir alanı da SPK'nın denetimine tabi tutmuştur. SerPK md. 46/f.I/b(c) uyarınca SPK, GYO'nun "*kanuna, esas sözleşme hükümlerine veya işletme maksat ve mevzuuna aykırı görülen durum ve işlemleri*" olup olmadığının tespit edilmesi amacıyla denetim yapmak yetkisine sahiptir. İki düzenleme arasında önemli bir benzerlik görülmek ile birlikte, bunların tam olarak aynı olduğunu söylemek mümkün değildir. SerPK md. 46/f.I/b(g) genel olarak mevzuata aykırılıktan bahsederken, (c) bendi kanuna aykırılık ile sınırlı bir denetleme alanı tespit etmiştir. SerPK md. 46/f.I/b(g)'de maksat ve mevzuata aykırılık denetleme kapsamına alınmazken, (c) bendinde bunlara aykırılığın da denetlenebileceği gösterilmektedir. Düzenlemelerin ikisi de, GYO'nun idari yöneticileri ve (varsa) portföy yöneticileri tarafından, GYO'nun ve portföyünün idaresi amacıyla yapılan işlemlerinin mevzuata, esas sözleşmeye ve iç tüzük

⁶¹⁰ Halka arzda, kayıtlı sermayenin işleyişinde, kamunun aydınlatılması yükümlülüğünün yerine getirilmesinde tespit edilen hukuka aykırılıklar gibi.

⁶¹¹ Bentte geçen "*ıçtüzük*" ifadesinden kasıt, ortaklığın organlarının işleyişinin, kanun ve esas sözleşmeye aykırı düşmeyecek şekilde düzenlendiği ilkeler bütünüdür. **BELEN**, s. 336 Türkiye'de içtüzük uygulaması olmadığından açıklamalarda bu hususa ayrıca değinilmeyecektir.

⁶¹² Bentte sayılan yaptırımlar; "*aykırılıkların giderilmesi ve kanuna, işletme amaç ve ilkelerine uygunluğun sağlanmasını istemeye; aykırılıkta sorumluluğu tespit edilen kurum görevlilerinin, haklarında kovuşturmayaya geçildikten sonra yargılama sonuçlanıncaya kadar imza yetkilerini sınırlandırmaya veya kaldırmaya; aykırılıkların giderilmemesi veya giderilemeyecek aykırılıkların tespit edilmesi durumunda, gerekli her türlü tedbiri almaya ve bu kurumların faaliyetlerini geçici veya sürekli olarak durdurmaya ve yetkilerini kaldırmaya*" yönelik yaptırımlardır.

⁶¹³ İlgili bentte hukuka aykırı işlem aleyhinde iptal davası açma yaptırımı düzenlenmektedir.

hükümlerine uygun olması *ratio legis*'i ile kaleme alınmış hükümlerdir. Ne var ki doktrinde, aynı hukuka aykırılıklara farklı yaptırımlar uygulanabilmesi için, madde içinde farklı yerlerde düzenlenen bentlerin, hukuka aykırılığın tanımlanmasında farklı ifadeler seçmiş olması, eleştirilmiştir⁶¹⁴. Belen'e göre, aynı hukuka aykırılıkların düzenlendiği iki farklı bentte, bu aykırılıkların farklı ifadeler ile tanımlanmış olması, kanun koyucunun özensizliğini göstermektedir. Yazarın, bu tespitine katılmamak mümkün değil. Bununla birlikte, dikkat çektiği çelişkinin ne şekilde yorumlanması gerektiği üzerinde durmaması eleştirilebilir. Kanımca, düzenlemelerden birinde maksat ve mevzuata aykırılığın yer alıp, diğerinde yer almaması önemli bir çelişki teşkil etmemektedir. Zira her iki düzenlemede de, maksat ve mevzuun içinde yer aldığı esas sözleşmeye aykırılığın yaptırıma yol açabileceği hükme bağlanmıştır.

Burada esas tartışma yaratabilecek nitelikte olan çelişki, SerPK md 46/f.I/b(g)'de mevzuata aykırılığın yaptırım ile karşılaşabileceği hükme bağlanmakta iken, (c) bendinin yalnızca kanuna aykırılığa hasredilmiş olmasındadır. Kanımca (c) bendinde yer alan "*kanuna aykırılık*" ifadesinin de (g) bendinde olduğu gibi "*mevzuata aykırılık*" şeklinde anlaşılması gerekmektedir⁶¹⁵. Zira (c) bendinde gösterilen hukuka aykırılık hallerinin yaptırımı, işleme karşı iptal davası açmak iken, g beninde iptal davası açmaktan çok daha ağır bir yaptırım olan, faaliyetin geçici ya da sürekli durdurulması yaptırımı öngörülmektedir. SPK'nın öngörebileceği en ağır yaptırımlardan olan, GYO'nun bütün faaliyetinin geçici veya sürekli durdurulmasının, idari düzenleyici işlem seviyesindeki tebliğlere aykırılık hallerinde dahi verilebileceği kabul edilirken, yalnızca bir hukuka aykırı işlemin iptali yaptırımının, mutlaka kanuna aykırılık halinde öngörülmesi zorunluluğu getirildiği düşünülemez. O halde, açıklayıcı yorum yoluyla, iptal davası açma yaptırımının da yalnızca kanuna aykırılık hallerinde değil, mevzuatın diğer düzenlemelerine (özellikle de tebliğlere) aykırılık hallerinde de uygulanabileceğini kabul etmek gerekir. Özetle, SPK'nın GYO'nun idari işlemleri üzerinde yaptığı denetleme faaliyetleri yalnızca kanun değil, tüm mevzuat göz önünde bulundurularak yapılacaktır.

⁶¹⁴ Bk. BELEN, s. 332, 333

⁶¹⁵ Aynı yönde bk. KAYAR, s. 57

GYO işlemlerinin tüm mevzuata uygunluğunun araştırılacağı SPK denetimlerinin en önemli kaynağını GYO Tebliği oluşturacaktır. GYO Tebliği'nde ortaklığın uyması zorunlu tutulan birçok hüküm yer almaktadır. Fiilen emredici nitelikte olmasına rağmen, bu Tebliğ hükümlerine aykırılık, emredici kanun 5 hükümlerine aykırılığın yaptırımını olan kesin hükümsüzlükten yararlanmamaktadır. Buna mukabil, bu hükümlere aykırılığın SPK denetimleri esnasında fark edilmesi üzerine, SerPK md. 46/f.I/b(c) uyarınca işlemin iptali için dava açılabilir ya da (g) bendi uyarınca GYO'nun faaliyetinin durdurulmasına kadar varabilecek yaptırımlar uygulanabilecektir. GYO Tebliğinde yer alıp, SerPK md. 46'da (c) ve (g) bentleri 10 uyarınca, GYO'ya yaptırım uygulanmasına sebebiyet verebilecek türde Tebliğe aykırılıklar, özellikle portföy yatırımlarına ilişkin Tebliğ hükümlerine aykırılık sebebiyle karşımıza çıkabilecektir. GYO Tebliği md. 25'te "*yatırım faaliyetleri*" başlığı altında yer alan düzenlemelere aykırılık oluşturan yatırımlar yapılması, md. 26'da "*yatırımlara ilişkin yasaklar*" başlığı altında sıralanan yasaklara uyulmaması 15 ve hatta md. 27'de gösterilen portföy sınırlamalarına uygun olmayacak yüzdelerle gayrimenkule dayalı olmayan varlıklara yatırım yapılması hallerinde, söz konusu GYO işlemleri, SPK'nın denetimi sonucunda ortaklığın yaptırımlara maruz kalmasına sebebiyet verecektir.

20 Tebliğde yer alan emredici düzen hükümlerine aykırılığın, ortaklığın bir yaptırımla karşılaşmasına sebep olacağı kanunda gösterilmekte ise de, bu hükmü dar yorumlamamak gerekmektedir. Yani, GYO'nun yüzlerce işleminden, ortaklığın malvarlığını önemli ölçüde risk altına sokmayan bir tanesinin, GYO Tebliği'ne aykırı olarak yapılmış olmasının, ortaklığın faaliyetlerinin durdurulmasına yol açmaması⁶¹⁶, 25 hükmün daha geniş yorumlanması gerekmektedir. SPK'nın denetim faaliyetinin bağlı olduğu ilkelerden yukarıda değindiğim "*orantılılık*" ve "*önleme amacı gütmeye*" ilkeleri, hükmün amaca uygun şekilde geniş yorumlanmasında değerlendirilebilir. Şöyle ki, SPK'nın GYO üzerinde yaptığı denetimde göz önünde bulundurulması gereken öncelikli amaç, ortaklığın işlemlerinin mevzuata uygun olmak şartıyla 30 faaliyetine devam etmesi olmalıdır. O halde, en ufak bir tebliğe aykırılıkta, GYO'nun

⁶¹⁶ Aynı yönde bk. BELEN, s. 334

faaliyetinin durdurulmasına kadar varabilecek, ortaklık yöneticilerinin imza yetkilerinin kaldırılması ya da benzeri ağır yaptırımların uygulanması, SerPK md 1'de yer alan amaca uygun olmadığı gibi, ülke ekonomisinin yararına da olmayacaktır. SPK'nın denetim esnasında tespit ettiği mevzuata aykırı işlemlerden, ortaklığın gerekli önlemler alınmadığı takdirde faaliyetinin durdurulmasını gerektirecek derecede önemli olanlar haricindekilerde, yalnızca işlemin düzeltilmesinin talep edilmesi ya da şartları mevcutsa, işlemin iptalinin istenilmesi ile yetinilmelidir. "Gerekli tedbirler alınmadığı takdirde ortaklığın faaliyetinin durdurulmasının istenebileceği derecede önemli aykırılık" kriterinin hangi aykırılıklar için söz konusu olacağı belirlenmesinde, SPK'nın takdir yetkisi söz konusu olacaktır.

2.4.2.1.2 Mali Denetim

SPK gözetim ve denetim görevi kapsamında GYO'nun mali durumunu incelemektedir⁶¹⁷. GYO'nun mali durumu ile malvarlığı birbirlerine çok yakın kavramlar olmakla birlikte, birbirlerine karıştırılmaması gerekmektedir. Malvarlığı, ortaklığın aktif ve pasiflerinin bütünü olarak tanımlanırken, mali durum, malvarlığını oluşturan bu aktif ve pasiflerin karşılıklı durumu⁶¹⁸ olarak tanımlanmaktadır⁶¹⁹. Mali durumun iyi ya da kötü olması, malvarlığını meydana getiren aktif ve pasifin birbirine olan oranının, istenen düzeyde olup olmamasına göre belirlenmektedir. Şöyle ki, GYO'nun malvarlığının (örneğin aktifin Tebliğ md. 27 ile pasifin md. 35 ile uyumlu olup olmadığı) denetlenmesi idari denetim kapsamında değerlendirilmekte iken, bir bütün olarak aktif ile pasifin birbirine olan oranının istenilen düzeyde olup olmadığı denetlenmesi, mali denetim kapsamında düşünülecektir.

SPK'nın yapacağı mali denetimde, bir yandan ortaklığın sermayesinin korunması hedeflenmekte iken, bir yandan da malvarlığının borçlarını

⁶¹⁷ KAYAR, s. 55

⁶¹⁸ Aktif ve pasifin karşılıklı durumunu, yani mali durumu, gösteren belgeye bilanço denmektedir. Bk. Tolga UYSAL / Mehmet ŞENLİK, *Genel Muhasebe*, Ankara 2008, s. 23

⁶¹⁹ KAYAR, s. 5, 6

karşılatabilecek miktarda kalması amaçlanmaktadır. Yukarıda idari denetim başlığı altında açıkladığımız denetim türünde, GYO'nun her türlü işlem ve faaliyetinin mevzuata uygunluğu denetlenirken, mali denetimde, GYO'nun faaliyetleri mevzuata uygun şekilde yapılmış olsun ya da olmasın, ortaklığın mali durumunun küçük yatırımcının korunması açısından yeterli olup olmadığının denetimi yapılacaktır⁶²⁰. Nitekim SerPK md. 46/f.I/b(h) uyarınca, mevzuata aykırılık şartı aranmaksızın “sermaye piyasası kurumlarının, mali yapılarının ciddi surette zayıflamakta olduğunun tespiti”, bentte öngörülen yaptırımların uygulanabilmesi için yeterli görülmüştür⁶²¹. Mali durumun zayıflaması genel olarak, “malvarlığının pasif tarafının aktif karşısında, olması gerekenden ... fazla olması” olarak tanımlanabilir⁶²².

SerPK md. 46/f.I/b(h) uyarınca SPK'nın mali denetimi esnasında tespit ettiği hukuka aykırılık halleri, iki seviyede söz konusu olabilir⁶²³. Bunlardan hukuka aykırılığın nispeten daha hafif olduğu hal “mali yapılarının ciddi surette zayıflamakta olduğunun tespiti” iken, hukuka aykırılığın daha ağır telakki edildiği durum ise “mali durumlarının taahhütlerini karşılayamayacak kadar zayıflamış olduğunun tespiti” şeklinde gösterilmektedir.

GYO'nun mali yapısının ciddi surette zayıflamakta olduğunun tespiti halinde, ortaklığın bir takım yaptırımlara maruz kalması, SPK'nın mali denetim faaliyetinde önleme amacı güttüğünün bir göstergesidir. SPK'nın GYO'ya bir takım yaptırımlar uygulayabilmesi için, mali durumun ciddi surette zayıflamış olması gerekmekte, mali durumda ciddi surette bir zayıflamanın başlamış olduğunun (mali durumun ciddi surette zayıflamakta olduğunun) tespiti yeterli kabul edilmektedir⁶²⁴. Bu hukuka aykırılığın tespiti için, öncelikle mali yapıda ciddi surette zayıflamadan ne anlamak gerektiği belirlenmeli, ardından bu nitelikte bir zayıflamanın başlamış olduğunun ne şekilde belirleneceği üzerinde durulmalıdır.

⁶²⁰ **TEKİNALP**, Sermaye Piyasası, s. 161, **BELEN**, s. 333

⁶²¹ **KAYAR**, s. 60

⁶²² Tanım için bk. **KAYAR**, s. 34

⁶²³ Mali durumun bozulması halinin iki kademeli olduğu yönünde bk. **KAYAR**, s. 59

⁶²⁴ **TEVETOĞLU**, s. 76

Mali yapıda ciddi surette zayıflamadan ne anlaşılması gerektiğinin tespitinde, SerPK'da açıklayıcı bir hüküm bulunmadığı için, SerPK md. 2/f.II uyarınca, SerPK'ya nazaran genel hüküm niteliğinde, TTK ve İİK'ya başvurmak
 5 gerekmektedir. TTK md. 324/f.I uyarınca şirket sermayesinin üçte ikisinin karşılıksız kaldığı halde, GK'da sermayenin azaltılmasına ya da tamamlanmasına ilişkin bir karar alınmadığı takdirde, ortaklık infisah edecektir. İİK md. 179 uyarınca da, ortaklığın borca batık olduğunun tespit edilmesi halinde, ortaklığın iflası talep edilebilecektir⁶²⁵. Bu iki hüküm de ortaklığın mali durumunun ciddi surette
 10 zayıfladığı durumlara işaret etmektedir. Nitekim bu durumlarda, gerek TTK, gerekse İİK'da gösterilen yaptırımların GYO'ya uygulanması mümkündür.

SerPK md. 46/f.I/b(h)'de SPK'ya verilen tedbir alma yetkisi ise, ortaklığın mali durumunun TTK ve İİK'da gösterilen derecede bozulmuş olmamakla birlikte,
 15 bu aşamaya varacak şekilde bozulmakta olduğunun tespiti halinde dahi söz konusu olabilecektir. Nitekim, mali durumun zayıfladığını ya da zayıflamakta olduğunu söylemek için mutlaka çıkartılmış sermayenin karşılıksız kalması gerekmemektedir. Örneğin, zararın yedek akçeler aracılığı ile kapatılabiliyor olması sebebiyle sermayenin karşılıksız kalmadığı bir durumda, ortaklığın mali durumunun
 20 zayıflamadığı söylenemez. Nasıl ki ortaklığın aciz haline düşmesi, borca batık hale gelmesi yolunda bir emare olarak görülmekteyse,⁶²⁶ son bilançoda gözükten aktif fazlasının bir önceki bilançoda yer alan aktif fazlasına göre fazlaca düşmüş olduğunun tespiti de mali durumun ciddi surette zayıflamakta olduğu yönünde bir emare olarak kabul edilebilir⁶²⁷. Burada SPK'nın takdir yetkisi söz konusu olacaktır.
 25 Tabii'dir ki idarenin tüm kararları gibi, böyle bir karara karşı da mahkeme yolu açık bulunacaktır. Bu durumda, GYO yetkililerinin, söz konusu durumun GYO'nun mali durumunun ciddi surette zayıflamakta olduğunu gösterir nitelikte olmadığını kanıtlaması gerekecektir. SPK'nın GYO üzerindeki denetimleri sonucu, ortaklığın TTK ya da İİK çerçevesinde hukuki müdahaleyi gerektirmemekle birlikte, mali
 30 durumun bozulduğu tespit edildiğinde, SerPK md. 46/f.I/b(h) uyarınca tedbir

⁶²⁵ KAYAR, s. 52

⁶²⁶ Hakan PEKCANİTEZ / Oğuz ATALAY / Meral SUNGURTEKİN ÖZKAN / Muhammet ÖZEKES, *İcra ve İflâs Hukuku*, Ankara 2005, s. 354

⁶²⁷ KAYAR, s. 103

alınabilecektir. Ne var ki, SPK'nın bu hüküm çerçevesindeki müdahalesini her bir mali durum bozulması halinde uygulamaması gerekmekte, bunun mutlaka “*ciddi surette zayıflama*” olduğunun tespit edilmesi gerekmektedir⁶²⁸. Aksi takdirde, GYO'nun SPK vesayeti altında faaliyet gösterdiği izlenimi doğabilecektir.

- 5 SerPK md. 46/f.I/b(h)'de mali durumun, yukarıda açıklanandan daha ağır şekilde bozulması, yani “*mali durumlarının taahhütlerini karşılayamayacak kadar zayıflamış*” olması halinde, SPK'ya daha ağır yaptırımlar uygulama yetkisi verilmektedir. GYO'nun mali durumunun taahhütlerini karşılayamayacak hale gelmesinden anlaşılması gereken, borca batıklıktır⁶²⁹. Bu düzenlemede GYO'nun
- 10 borçlarının (taahhütlerinin), aktifini aşması hali düzenlenmektedir. Bent uyarınca borca batıklık halinin tespit edilmesinde, GYO'nun karşılaşacağı yaptırımlar, mali durumunun ciddi surette zayıflamakta olduğunun tespitine nazaran daha ağırdır. Bu yaptırımlar, ortaklık görevlilerinin yetkilerinin kaldırılması, süre vermeksizin ortaklığın faaliyetlerinin geçici ya da sürekli olarak durdurulması, tedrici tasfiyesi,
- 15 hatta doğrudan iflasının istenmesidir⁶³⁰.

Bu noktada bir husus üzerinde durmak gerekmektedir. Gerçek kişiler açısından bir iflas sebebi olmayan borca batıklık, anonim ortaklıklar açısından bir doğrudan iflas sebebidir⁶³¹. Buna rağmen SerPK md. 46/f.I/b(h)'de borca batıklığın tespiti

20 karşısında, SPK'nın doğrudan iflası talep etmeyip, ortaklığa bir takım tedbirler alması için süre vermesi ihtimali öngörülmüştür. SerPK'nın İİK karşısında *lex specialis* niteliği göz önünde bulundurulduğunda, sermaye ortaklıklarının doğrudan iflasını düzenleyen İİK md. 179'da yer alan YK'nın derhal iflası isteme düzenlemesi karşısında, SerPK md. 46/f.I/b(h)'nin GYO'lara öncelikli olarak uygulanması

25 gerekmektedir. Bu çerçevede GYO'nun borca batık olduğu tespit edilmiş olsa dahi YK'nın doğrudan iflası istemesi yerine, SerPK'da gösterilen tedbirleri uygulaması gerekmektedir.

⁶²⁸ KAYAR, s. 106

⁶²⁹ KAYAR, s. 125

⁶³⁰ Yaptırımlar aşağıda 2.4.2.2 no'lu başlık altında ayrıntısı ile değerlendirilmektedir.

⁶³¹ PEKCANİTEZ/ATALAY/SUNGURTEKİN ÖZKAN/ÖZEKES, s. 351

GYO'nun mali durumunda başlayan zayıflamanın ne şekilde tespit edileceği hususu üzerinde de durmak gerekmektedir. GYO'nun kamunun aydınlatılması yükümlülüğü ve ekspertiz raporları ile bağlılık ilkeleri çerçevesinde, SPK'ya açıkladığı bilanço ve mali tablolar vasıtasıyla hesap edilen, kısa, orta ve uzun vadeli borçlarının, ortaklığın aktifine oranının hesaplanması ile, mali durumun zayıflamakta olup olmadığı tespit edilebilir⁶³². Ortaklığın mali durumunun zayıflamakta olduğunun tespitinde, bilançonun yanı sıra, kâr-zarar hesabının da kullanılması faydalı olabilir. Şöyle ki, bilanço ortaklık malvarlığının bilanço tarihindeki durumunun fotoğrafıdır. Anlık bir görüntüyü ifade etmektedir. Oysa gelir tablosu (TTK anlamında kâr-zarar hesabı belgesi), hesap dönemindeki sâfi kâr ve zararın nasıl oluştuğu ile, bu dönemdeki gelir ve giderlerin hangi kalemlerden oluştuğunu gösterir. Bu yolla gelir tablosu, ortaklığın hesap döneminde mali durumunun neden zayıfladığı hakkında, bilançoya nazaran daha fazla bilgi vermek⁶³³ suretiyle, SPK'nın uygulanmasını talep edeceği tedbirleri tespit etmesine katkıda bulunur. Ortaklığın mali durumunun zayıflamakta olduğunun araştırılmasında, GYO hisse senetlerinin nominal değeri ile borsa değeri arasında, nominal değer aleyhine fark açılması halinin tespiti de değerlendirmeye alınabilir⁶³⁴.

2.4.2.2 Denetim Sonucunda Ortaklığın Karşılaşabileceği Yaptırımlar

Yukarıda hangi hallerde SPK'nın GYO'ya yaptırım uygulayabileceğini açıkladık. Aşağıda ise, bu haller gerçekleştiğinde GYO'nun karşılaşabileceği yaptırımlar incelenecektir. Yukarıda SPK'nın denetim faaliyeti esnasında bağlı olduğu ilkeler açıklanırken, önleme amacı gütmeye ilkesine değinilmiştir. Bu ilke çerçevesinde GYO'nun karşılaşabileceği yaptırımlar, öncelikle tedbir nitelikli olacaktır. Tedbir nitelikli yaptırımların hukuka aykırılığı ortadan kaldıramadığı ya da kaldırmayacağını anlaşıldığı hallerde, cezai nitelikli yaptırımlar uygulanabilecektir.

⁶³² KAYAR, s. 38

⁶³³ KAYAR, s. 39

⁶³⁴ KAYAR, s. 39

2.4.2.2.1 Tedbir Nitelikli Yaptırımlar

SPK, GYO'nun bir hukuka aykırılığını tespit ettiği takdirde, öncelikle bu hukuka aykırılığın ortadan kaldırılması amacıyla bir takım yaptırımlar uygulayacaktır. Böylelikle, SerPK md. 1'de gösterilen amaç doğrultusunda, "sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını" sağlamaya yönelik hareket etmiş olacaktır. Nitekim sermaye piyasasının güven içinde çalışmasından öncelikle anlaşılması gereken hukuk güvenliğidir. SPK'nın denetim faaliyeti esnasında tespit ettiği hukuka aykırılıkların ortadan kaldırılması yönünde alınacak tedbirler, bir yandan GYO tarafından ihraç edilen, hisse senetleri ya da başkaca menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan küçük tasarruf sahibinin korunmasına yönelik iken, bir yandan da GYO'nun kendisinin korunmasını amaçlamaktadır. Bu tedbir niteliğindeki yaptırımlar ile GYO'nun piyasada faaliyet gösterebilir durumda kalması amaçlanmaktadır. Bu açıdan tedbir niteliğindeki yaptırımlar aşağıda incelenecek olan cezai nitelikteki yaptırımlardan ayrılmaktadır. Zira cezai yaptırımlar yalnızca küçük tasarruf sahibini korumakta olup, GYO'nun faaliyetini sona erdirici nitelikte olduğundan, tüzel kişilik olarak GYO'yu koruyan bir özelliğe sahip değildir.

GYO'nun karşılaşılabileceği tedbir niteliğindeki yaptırımlardan ilki, SerPK md. 46/f.I/b(c)'de yer almaktadır. Madde uyarınca gerek idari denetim sonucunda ortaklığın hukuka aykırılığı tespit edilen işlemlerinin, gerek mali denetim sonucu tespit edilebilecek olan, sermayenin azalmasına ya da kaybına sebep olan işlemlerin iptalinin, SPK tarafından talep edilebilmesi yaptırımı düzenlenmiştir.

SerPK md. 46/f.I/b(c)'de aynı hukuka aykırılıklar için, "ilgililerden aykırılıkların giderilmesi için tedbir almasını ve öngörülen işlemleri yapmasını isteme" yaptırımı ile aykırılıkları "ilgili mercilere intikal ettirme" yaptırımı düzenlenmektedir. GYO'nun hukuka aykırılığı tespit edilen işlemleri sebebiyle, başvurulabilecek merciler Sanayi ve Ticaret Bakanlığı olabileceği gibi ticaret mahkemesi de olabilir. Örneğin, TTK md. 324 uyarınca çıkartılmış sermayesinin üçte ikisini kaybeden bir GYO'nun yönetim kurulunda uygun bir müddet içinde

sermaye artırılması ya da azaltılması yönünde bir karar alınmadığı takdirde, GYO'nun infisahının tespiti için, SPK'nın ticaret mahkemesine başvurabilmesi, “*ilgili mercilere intikal*” yaptırımını çerçevesinde düşünülebilir.

5 SerPK md. 46/f.I/b(c)'de SerPK sistemine uygun olacak şekilde “*ilgililerden aykırılıkların giderilmesi için tedbir*” alma yaptırımını öngörülmektedir. Benzer nitelikte yaptırımlar SerPK md. 46/f.I/b(g) ve (h)'de de öngörülmüştür. Ne var ki, (c) bendinde aykırılıkların giderilmesini talep yaptırımının yanı sıra, aykırılıkların giderilmesi için SPK tarafından “*öngörülen işlemlerin yapılmasını isteme*” yaptırımını
10 da yer almıştır. Kanunda SPK tarafından talep edilebilecek bu işlemlerin neler olabileceği hakkında herhangi bir bilgi yer almamaktadır. Benzer şekilde SerPK md. 46/f.I/b(g) ve (h)'de SPK “*her türlü tedbirleri almaya*” ve “*gerekli tedbirleri almaya*” yetkili kılınmaktadır. Bu düzenlemelerde, SPK'nın yaptırım olarak ortaklıktan talep edeceklerinin ne olduğunu kestirmek mümkün değildir. İlgililerden
15 talep edilebilecek işlemlerin kanunda sayılmış olmaması, tespit edilen hukuka aykırılığın niteliği göz önünde bulundurularak, her bir duruma uygun özellikte tedbir talep edilebilmesi amacıyla SPK'ya tanınmış bir esnekliktir⁶³⁵.

Ne var ki, cezaların kanuniliği ilkesi gereği bu düzenleme şeklinin hukuka
20 uygun olmadığını düşünmekteyim. İdari cezalar (yaptırımlar) da tıpkı ceza kanunlarında olduğu gibi bireylerin özgürlüklerini sınırlayıcı sonuçlar doğurabilmektedir⁶³⁶. Örneğin, SPK'ca uygulanacak tedbir nitelikli bir yaptırımın sonucunda hukuka aykırılığın giderilememesi durumunda, aşağıda inceleneceği gibi, GYO'nun faaliyeti durdurulabilecek, yani girişim özgürlüğü kısıtlanabilecektir.
25 Serbest piyasa ekonomisini kabul eden Türkiye'de anayasal özgürlüklerden biri olan girişim özgürlüğünün (AY md. 48/f.I), bir idari karar ile kısıtlanması, ancak bunun kanun ile öngörülmüş olduğu halde hukuka uygun olacaktır. Cezaların kanuniliği ilkesi çerçevesinde, bir cezanın kanuni olması için, bu yaptırımın ne olduğunun açıkça kanunda yer alması gerekmektedir. Yoksa kanunda idarenin “uygun gördüğü
30 yaptırımını” uygulayabileceğinin söylenmesi, bu yaptırımın kanunilik ilkesi ile

⁶³⁵ TEVETOĞLU, s. 82

⁶³⁶ GÜNDAY, s. 217

bağdaştığı anlamına gelmez. Yine de uygulamada SPK'nın kanunun kendisine tanıdığı olduğu bu geniş esneklik çerçevesinde, ilgililerden bir takım tedbir taleplerinde bulunacağı aşikârdır. İlgililerce (kanunda yer almadığı için) öngörülemeyen bu tedbirlerin, en azından tespit edilen hukuka aykırılığın giderilmesi ve mali durumun düzeltilmesini sağlayacak tedbirler olması gerekmektedir⁶³⁷. Bu çerçevede, mevzuat ya da esas sözleşmeye aykırı olduğu tespit edilen bir YK işleminin, YK tarafından geri alınması ya da icrasının geri bırakılmasının, üçüncü bir kişi ile mevzuata aykırı bir sözleşme yapılmış ise bunun feshedilmesinin, sermayenin azaltılması ya da artırılmasının, bazı gayrimenkul projelerinin ertelenmesi ya da bazı gayrimenkullerin elden çıkartılmasının⁶³⁸ talep edilmesi gibi tedbirler düşünülebilir. Buna mukabil, örneğin sermayenin azalmış olduğunun tespit edildiği durumda, sermayenin tamamlanmasına ilişkin bir karar alınamaması halinde, lider sermayedardan sermayeyi tamamlanmasının talep edilmesi mevzuata (tek borç ilkesine) uygun nitelikte bir tedbir olmayacağından, böyle bir tedbirin talep edilememesi gerekir.

SPK'nın GYO'nun faaliyetlerindeki hukuka aykırılıkların ya da mali durumunun düzeltilmesi için bir takım tedbirler önerme mecburiyeti yoktur. Bu çerçevede, SPK yalnızca tespit ettiği hukuka aykırılıkların ortadan kaldırılması ya da mali durumunun düzeltilmesini talep edip, bu doğrultuda GYO'nun ne şekilde davranması gerektiğini belirtmekten imtina ederek, tedbirlerin tespitini GYO'ya da bırakabilir⁶³⁹. Nitekim, Yargıtay 19 HD. 20.06.1995 tarihli, E. 1995/4594, K. 1995/5616 sayılı kararına göre de mali durumu bozulan sermaye piyasası kurumuna SPK tarafından “*mali durumunun düzeltilmesi için bir aylık süre verilmiş*” ve fakat mali durumunu düzeltmesi için atacağı adımlar hakkında ipucu verilmemiştir⁶⁴⁰.

Tedbir nitelikli yaptırımlar SerPK md. 46/f.I/b(g) ve (h)'de de yer almaktadır. Bu bentlerde yer alan tedbir nitelikli yaptırımlardan ilki hukuka aykırılığın

⁶³⁷ KAYAR, s. 58

⁶³⁸ Tedbir niteliğinde, sermaye artırılması, bazı gayrimenkullerin elden çıkartılması ya da bazı projelerin ertelenmesi örnekleri için bk. TEKİNALP, Sermaye Piyasası, s. 143, BELEN, s. 341,

⁶³⁹ TEVETOĞLU, s. 75 vd., KAYAR, s. 58

⁶⁴⁰ Yargıtay 19 HD. 20.06.1995 tarihli, E. 1995/4594, K. 1995/5616 sayılı karar için bk. www.kazanci.com.tr

giderilmesi ya da mali durumun düzeltilmesine yönelik yaptırımlardır. Bu yaptırımlar “aykırılıkların giderilmesi ve kanuna, işletme amaç ve ilkelerine uygunluğun sağlanmasını” ve “verilecek uygun süre içinde, mali durumlarının güçlendirilmesini” istemektir. Mali durumun düzeltilmesinde uygun bir süre

5 öngörülebileceği kanunda yer almakla birlikte, idari denetimde tespit edilen hukuka aykırılıkların giderilmesinde böyle bir süre unsuruna yer verilmemiştir. Kanımca, idari denetimde de, mali denetimde olduğu gibi, hukuka aykırılığın giderilmesi için GYO’ya belirli bir süre verilmesi mümkündür. SPK, GYO’ya bir takım tedbirleri yerine getirmesi yaptırımını uyguladığında, öngördüğü tedbir ile müsemma bir

10 müddet de tanınmalıdır. Gerek uygulanan tedbir, gerek bu tedbir için öngörülen süre, idarenin (SPK’nın) takdir yetkisi dâhilinde belirlenecektir⁶⁴¹. Hem mali durumun güçlendirilmesi, hem hukuka aykırılığın giderilmesi için GYO’ya verilebilecek sürenin talep edilen işlemin yapılmasına elverecek derecede uzun olması gerekmektedir. Ayrıca GYO’ya hukuka aykırılıkları ya da mali durumunu düzeltmesi

15 için süre, ancak bu hukuka aykırılıkların ya da mali durumun düzeltilmesi ihtimalinin görüldüğü hallerde verilmelidir⁶⁴². Yoksa düzeltme ihtimali olmayan hallerde de süre verilmesi SerPK md. 46/f.I/b(g) ve (h) hükümleri ile korunmak istenen menfaate aykırı düşebilecek sonuçlar çıkmasına sebebiyet verebilir.

20 SPK’nın hukuka aykırılık tespit ettiği durumda, ortaklıktan bunun düzeltilmesini talep edip, uygun bir süre vereceği bir hal GYO Tebliği md. 27/f.I/b(e)’de düzenlenmiştir. İlgili düzenleme uyarınca, GYO’nun portföy sınırlamalarını düzenleyen 27. maddesinde yer alan gayrimenkul ve gayrimenkul

25 projelerine dayalı yatırımların portföyün asgari %50’sini oluşturması şartının gerçekleştirilemediğinin tespiti durumunda, SPK’nın GYO’ya bu hukuka aykırı durumu düzeltmesi için bir defaya mahsus olmak üzere bir yıllık süre tanıyabileceği hükme bağlanmıştır. Kanımca bu tedbirin Tebliğ’de düzenlenmesi cezaların kanuniliği ilkesine aykırı düşmemektedir. Zira söz konusu yaptırım esasen, SerPK md. 46/f.I/b(g)’de düzenlenmiştir. Bu hüküm uyarınca SPK’nın GYO’dan mevzuata

30 aykırı durumların tespiti halinde, bu aykırılıkların giderilmesini talep yetkisi zaten mevcuttur. GYO Tebliği md.27/f.I/b(e) ile yalnızca belirli bir hukuka aykırılık

⁶⁴¹ TEVETOĞLU, s. 79

⁶⁴² TEVETOĞLU, s.102

halinde, SPK'nın yaptırım yetkisini ne şekilde kullanacağı düzenlemiştir. Bu bağlamda, esasen SPK kanunen sahip olduğu serbestiyi, kendi çıkartmış olduğu bir tebliğ ile sınırlandırmaktadır. Şöyle ki, başka mevzuata aykırılıkların tespiti halinde SPK GYO'ya birden fazla kereler müddet tanıyabileceği gibi, tanıdığı müddetin de 5 bir yıldan az ya da fazla olması mümkün olabilecektir. Oysa portföyün %50'sinin gayrimenkul ya da gayrimenkule dayalı projelere dayalı olması kuralına aykırılık halinde, SPK'nın böyle bir serbestisi söz konusu olamayacaktır.

Hukuka aykırılıkların giderilmesi ya da mali durumun düzeltilmesi talebi ile 10 birlikte, SPK GYO'nun imzaya yetkili görevlilerinin imza yetkilerini sınırlamaya ya da kaldırmaya da yetkilidir. Bu yaptırım açısından SerPK md. 46/f.I/b(g) ve (h) bir noktada ayrılmaktadır. SerPK md. 46/f.I/b(h) kurum görevlilerinin imza yetkilerinin kaldırılması yaptırımına hangi kriterler ile başvurulacağı hususunda bir açıklık getirmemiştir⁶⁴³. Mali durumun ciddi surette bozulmakta olduğunun tespit edilmesi 15 halinde, mali durumun bozulmasında sorumluluğu olup olmamasına bakılmaksızın, görevlilerin yetkileri sınırlandırılabilen ya da kaldırılabilir. SerPK md. 46/f.I/b(g) uyarınca, bir hukuka aykırılığın tespit edilmesi halinde, GYO görevlisinin imza yetkisinin sınırlandırılması ya da kaldırılması yaptırımının uygulanabilmesi için ise, yaptırım uygulanacak görevlinin söz konusu hukuka aykırılıkta sorumlu 20 olduğunun tespit edilmesi ve hakkında kovuşturmayaya geçilmiş olması gerekmektedir. İki bent arasında yer alan bu ayırım, kanun koyucunun mali durumun bozulması haline daha titizlikle yaklaştığını ve bu alandaki yaptırımların daha ağır şekilde uygulanmasına izin verdiğini göstermektedir. Şöyle ki, uygulamada süre verme tedbirinin çoğunlukla işe yaramadığı ve bu süre içinde kötü niyetli kurum yetkililerinin ortaklığın içini boşalttıkları ve ortaklığı iflasa sürükledikleri görülmüş, 25 verilen sürenin kötüye kullanılmasının engellenmesi açısından, süre verme tedbiri ile birlikte uygulanmak maksadıyla, görevlilerin imza yetkilerinin kaldırılması yaptırımı öngörülmüştür⁶⁴⁴. Böylece süre verilmesi tedbiri ile birlikte imza yetkilerinin sınırlandırılması tedbirinin bir arada kullanılması yoluyla, ortaklığın mali durumunun 30 düzeltilmesinden ziyade, daha da kötüleşmesinin önüne geçilmek amaçlanmıştır.

⁶⁴³ TEVETOĞLU, s. 80

⁶⁴⁴ TEVETOĞLU, s. 80, 81

2.4.2.2.2 Cezai Nitelikli Yaptırımlar

SPK'nın, denetimleri sonucunda GYO'nun mali durumunda tespit etmiş olduğu zayıflamanın ya da işlemlerinde tespit edilen hukuka aykırılıkların, öncelikle tedbir nitelikli yaptırımlar ile düzeltilmeye çalışılması gerekmektedir. Ancak bu tür yaptırımlar uygulanmasına rağmen düzeltilemeyen ya da bu yaptırımlar uygulansa dahi düzelmesine imkân olmayan hukuka aykırılıkların ya da mali durumların varlığı halinde, SPK'nın cezai nitelikli yaptırımlar uygulamaya yetkisi vardır. Bu yolla SPK SerPK md. 1'de gösterilen nihai amacına, yani tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunması amacına ulaşmaya çalışmaktadır. Yine de GYO'nun faaliyetinin durdurulması anlamında gelen cezai yaptırımların öncesinde tedbir niteliğinde yaptırımların uygulanması gerekliliği, cezai yaptırımların *ultima ratio* bir yöntem olduğunu göstermektedir.

Yukarıda açıklanan tedbir nitelikli yaptırımların, hukuka aykırılığı ya da GYO'nun mali durumunu düzetmeye yetmediği⁶⁴⁵ ya da yetmeyeceğinin SPK tarafından tespit edildiği durumlarda, SerPK md. 46/f.I/b(g) ve (h) uyarınca ortaklığın faaliyetlerinin geçici ya da sürekli olarak durdurulmasına karar verilebilir. GYO'ya uygulanabilecek cezai nitelikli yaptırımlardan bir diğeri de GYO Tebliğ md. 27/f.I/b(e) ve md. 10/f.II'de belirtilen, "gayrimenkul yatırım ortaklığı" unvanının kullanılması izninin kaldırılmasıdır. Aşağıda faaliyetin durdurulması ve gayrimenkul yatırım ortaklığı unvanının kaldırılması yaptırımları sırasıyla incelenecektir.

SerPK md. 46/f.I/b(g) ve (h)'de gösterilen faaliyetin geçici ya da sürekli olarak durdurulması kararları, SPK'nın GYO üzerinde uyguladığı idari ve mali denetimler sonucunda tespit ettiği hukuka aykırılıkların, tedbir nitelikli yaptırımlar ile ortadan kaldırılamadığı durumlarda uygulanmaktadır. GYO'nun mali durumunun zayıflamakta olduğunun tespiti halinde, yetki belgelerinin kaldırılması ve faaliyetin durdurulması yaptırımının uygulanabilmesi, bu hukuka aykırılığın giderilmesi için GYO'ya bir süre verilmiş olmasına bağlıdır. Mali durumdaki zayıflamanın,

⁶⁴⁵ TEVETOĞLU, s. 80

ortaklığın taahhütlerini karşılayamayacak düzeye çıkmış olduğu durumlarda ise, tedbir nitelikli yaptırımların uygulanması için belirli bir süre beklenmesi dahi gerekmeyecek, doğrudan, yetkilerin kaldırılması ve faaliyetin durdurulması yaptırımı uygulanabilecektir. Başka bir deyişle, ortaklığın mali durumunun taahhütlerini karşılayamayacak düzeye gelmiş olması halinde, faaliyetin durdurulması yaptırımının *ultima ratio* olarak kullanılması gerekmeyecektir.

Faaliyetin durdurulması yaptırımının geçici ya da sürekli niteliği üzerinde durmak gerekmektedir. *Ultima ratio* olarak uygulanan faaliyetin durdurulması yaptırımı da kendi içinde derecelendirilmiştir. Faaliyetin durdurulması yaptırımının uygulanmasında tespit edilen hukuka aykırılığın ağırlığı göz önünde bulundurularak, ağır hukuka aykırılıklar için faaliyetin sürekli durdurulması kararı, giderilmesi mümkün hukuka aykırılıklar için ise faaliyetin geçici durdurulması kararı verilmektedir. Ortaklık faaliyetinin geçici olarak durdurulması ile ortaklığı hukuka aykırılığı ortadan kaldırmaya ya da mali durumunu düzeltmek adına faaliyette bulunmaya zorlamak ve mali durumu önemli ölçüde bozulmuş ortaklığın faaliyetine mani olmak suretiyle, bunlara yatırım yapabilecek yatırımcıları korumak amaçları güdülmektedir⁶⁴⁶. Nitekim giderilmesi mümkün olan hukuka aykırılıkların varlığı halinde, SPK'nın faaliyetin geçici durdurulması kararıyla birlikte, faaliyetin ne kadar bir süre için durdurulduğunun da belirtmesi gerekmektedir. Bu sürenin sonunda hukuka aykırılığın giderilmiş olması halinde, ortaklık faaliyetine devam edecek, giderilmemesi durumunda ise faaliyetin sürekli durdurulması kararı verilecektir⁶⁴⁷.

Faaliyetin sürekli durdurulması, ortaklığın tasfiyesine doğru ilerleyebilen bir sürecin ilk adımı olarak görülmelidir. Nitekim faaliyetin sürekli durdurulması ile birlikte, ortaklığın yetkilerinin de kaldırılması öngörülmektedir. Kamu hukukumuzda hâkim, işlemlerde paralellik ilkesi uyarınca, bir işlemin ancak bu işlemi yapan makam (ya da bunun hiyerarşik üstü) tarafından kaldırılabilmesi göz önünde bulundurularak değerlendirildiğinde, SerPK md. 46/f.I/b(g) ve (h)'de sözü geçen "yetkilerin kaldırılması" ifadesinden SPK'nın verdiği yetkilerin –izinlerin-

⁶⁴⁶ KAYAR, s. 60, TEVETOĞLU, s. 83

⁶⁴⁷ BELEN, s. 344

anlaşılması gerekir. Yoksa SPK'nun uyguladığı bir yaptırım ile örneğin STB'nin vermiş olduğu bir izni kaldırması düşünülemez. GYO uygulamasında, kaldırılabilir yetkilerden en önemlisi, portföy işletmeciliği faaliyet iznidir. Zira bu yetkisinin kaldırılması halinde, GYO'nun gelir elde etmesi ve dolayısıyla iktisadi hayatına devam etmesi mümkün olmayacaktır. Nitekim Belen, SerPK md. 46/f.II'nin yorumlanması ile yetkilerin kaldırılması halinde, ortaklığın faaliyet konusunun değiştiğine, bu durumda *ultra vires* çerçevesinde, ortaklığın yalnızca hukuka aykırılıkların giderilmesi amacıyla faaliyet gösterebileceğine işaret etmektedir⁶⁴⁸. Bu haklı yorum, bir hususu açıklıkla ortaya koymaktadır; en ağır yaptırım olarak öngörülüp, *ultima ratio* olarak uygulanan faaliyetin sürekli durdurulması yaptırımı halinde bile, ortaklığın hukuka aykırılıkları gidererek tasfiyeden kurtulması mümkün görünmektedir. Ortaklık faaliyetlerinin sürekli durdurulmasına karar verildikten sonra dahi, hukuka aykırılıkların ortadan kaldırılıp GYO'nun faaliyetine devam etmesinin mümkün olduğu, başka bir deyişle, faaliyetin sürekli durdurulması kararının mutlaka tasfiye ile sonuçlanmasının gerekmediği, SerPK md. 46/f.I/b(h)'nin ifadesinden de anlaşılmaktadır. Şöyle ki, bentte uygulanabilecek yaptırımlar arasında, faaliyetin geçici ve sürekli durdurulması da sıralandıktan sonra SPK'nın "*bu tedbirlerden netice alınmadığı takdirde tedrici tasfiyelerine karar vermeye*" yetkili olduğu hükme bağlanmaktadır. Bu ifadeden, faaliyetin sürekli durdurulması yaptırımından dahi netice alınmasının, yani hukuka aykırılığın düzeltilmesinin, beklendiği sonucu çıkartılmalıdır.

Faaliyetin sürekli durdurulması ve yetkilerin kaldırılması kararından sonra, aykırılıkların giderilmesi için makul bir sürenin geçmesi beklenebilir. Bu süre içinde ortaklık, hukuka aykırılıkların giderilmesi yönünde faaliyet gösterebileceği gibi, ortaklık genel kurulu, ortaklığın tasfiyesi kararı da alabilecektir⁶⁴⁹. SPK tarafından takdir edilecek makul sürenin geçmesinden sonra, ortaklığın tasfiyesi, Kurul tarafından da istenebilecektir. Bu durumda ortaklığın tedrici tasfiyesi yapılabileceği gibi, borca batık olması halinde iflası da talep edilebilecektir⁶⁵⁰. SerPK md. 46/f.I/b(h) uyarınca, yani mali durumun zayıflaması sebebiyle ortaklığın yaptırımlara

⁶⁴⁸ BELEN, s. 346

⁶⁴⁹ Tedrici tasfiye işlemleri hakkında bk. ÜNAL, Sermaye Piyasası, s. 695

⁶⁵⁰ KAYAR, s. 61

maruz kaldığı durumlarda, SPK, ortaklığın tasfiyesinden sonra ya da tasfiyeyi talep etmeksizin doğrudan iflası talep etme yetkisine de sahiptir⁶⁵¹.

GYO'nun karşılaşılabileceği cezai nitelikteki yaptırımlardan bir diğeri de, 5 “gayrimenkul yatırım ortaklığı” sıfatını kullanma izninin geri alınmasıdır. Bu yaptırım yukarıda incelediklerimizden farklı olarak SerPK’da değil, GYO Tebliği’nde düzenlenmiştir. GYO Tebliği md. 27/f.I/b(e) uyarınca, GYO zorunlu olarak hazırlayıp kamuya açıkladığı portföy tablosunda, Tebliğ ile öngörülen asgari 10 %50 oranında gayrimenkule dayalı haklara ya da gayrimenkul projelerine yatırım yapma zorunluluğunu tutturamadığını ilan eder ise, SPK ortaklığın GYO olarak faaliyet göstereceğine ilişkin maddelerin esas sözleşmeden çıkartılması ve ortaklığın alelaide bir anonim ortaklık olarak faaliyetlerine devam etmesine karar verebileceği gibi, bu kararı vermeden evvel GYO’ya bir kereye mahsus olmak üzere %50’lik 15 oranı tutturabilmesi için bir yıllık süre de verebilecektir. Bir yıllık sürenin sonunda da ortaklık %50 oranında gayrimenkule dayalı hak ve gayrimenkul projesinden oluşacak şekilde portföyünü düzenleyememiş ise, bu sürenin bitiminden itibaren bir ay içinde, ortaklığın esas sözleşmesini gayrimenkul yatırım ortaklıklarını 20 kapsamayacak şekilde değiştirmesi gerekecektir. Ortaklığın GYO olarak ya da gayrimenkul yatırım ortaklığı sıfatına sahip olmadan tüzel kişiliğini sürdürebilmesi için, uygun süre içinde portföyünü Tebliğ ile uyumlu hale getirmesi ya da esas sözleşmesini değiştirip GYO rejiminden çıkması gerekmektedir. Bu ikisinin de zamanında yapılmadığı durumlarda ortaklık münfesi olacaktır.

Gayrimenkul yatırım ortaklığı sıfatının kullanılmasına mani olunması yaptırımı 25 ile karşılaşılan bir diğer hal ise, ortaklığın Tebliğ ile gösterilen süreler içinde hisse senetlerinin halka arz edilmesi gerekirken, bu süreler uylunmasıdır. Tebliğ md. 10/f.II uyarınca, aynı maddenin ilk fıkrasında gösterilen sürelerde hisse senetlerinin halka arzı için kayda alınma başvurusu yapılmadığı ya da bu başvuru yapılmış 30 olmakla birlikte reddedildiği hallerde, ortaklığın “gayrimenkul yatırım ortaklığı” sıfatı kullanılması yasaklanmaktadır. Tebliğ ifadesine göre, ortaklığın gayrimenkul

⁶⁵¹ Sermaye piyasası kurumlarının iflasının SPK tarafından istenebileceği yönünde bk. Yargıtay 19. HD, 20.06.1995 tarih, E. 1995/4594, K.1995/5616, www.kazanci.com.tr

yatırım ortaklığı olarak faaliyette bulunma hakkı kalmamaktadır. Benzer şekilde, ortaklığın esas sözleşmesini gayrimenkul yatırım ortaklığı faaliyetlerini kapsamayacak şekilde değiştirmesi gerekmektedir. Tebliğ ifadesine göre kayda alma başvurusu reddedilen GYO'nun, olumsuz görüşün kendisine bildirildiği tarihten itibaren üç ay içinde esas sözleşmesinde öngörülen değişikliği yapması gerekmektedir. Tebliğde ortaklığa yaptırım uygulanabilmesi için iki hal (kayda alma başvurusunda bulunmama ya da başvurunun reddedilmesi halleri) gösterilmişken, esas sözleşmenin değiştirilmesi süresinin yalnızca birinden itibaren gösterilmiş olması kanun yapma tekniği açısından yerinde olmamıştır. Tamamlayıcı yorumla, başvurunun reddinin bildirilmesinden itibaren esas sözleşmenin değiştirilmesi için üç ay verildiğine göre, kayda alma başvurusunun yapılmadığı hallerde de, halka arz için Tebliğde gösterilen azamî sürelerin bitiminden itibaren üç ay içinde esas sözleşmenin değiştirilmesi beklenmelidir. Kayıtlı sermaye imkânı yalnızca halka açık anonim ortaklıklara verilen bir imkân olduğundan, halka arz için hisse senetlerinin kurul kaydına alınması talep edilmeyen ya da edilmesine rağmen reddedilen ortaklığın, esas sözleşmesinde yapacağı değişiklik ile birlikte kayıtlı sermayeden çıkartılmasını da talep etmesi gerekmektedir. Esas sözleşme değişikliği ve kayıtlı sermayeden çıkartılma talebini üç aylık süre içinde yapmayan GYO'lar, GYO Tebliği md. 10/f.II uyarınca münfesihi addolunur. Esas sözleşmenin süresinde değiştirilmesi halinde ortaklık (gayrimenkul yatırım ortaklığı sıfatı ile olmasa dahi) tüzel kişiliğini devam ettirebilirken, bu süre içinde gerekli değişikliklerin yapılamaması halinde tüzel kişilik de sona erecektir.

2.4.3 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Vergilendirilmesi

2.4.3.1 Vergi Avantajlarından Yararlandırılmasının Sebepleri

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, faaliyetleri vergisel olarak teşvik edilen kurumlardır. Özellikle Türkiye gibi şehirleşmesi tam olarak gerçekleşmemiş, şehirleştiği bölgelerde önemli imar sıkıntıları yaşanan bir ülkede, gerek planlı şehirleşmeye (pozitif dışsallık), gerek gayrimenkul sektöründeki kayıtdışılığın önlenmesine (negatif dışsallık) yapacağı katkılar, GYO'ların kuruluşunun vergisel

olarak desteklenmesi gerektiği fikrini doğurmuştur. Dünyadaki örneklerinde, gayrimenkul sektöründe büyüyen GYO'ların, özellikle gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları ihracı vasıtası ile, sermaye piyasalarının gelişmesi ve derinleşmesinde de önemli katkıları bulunduğu tespit edilmiş olduğundan, bu faaliyetlerinin desteklenmesi amacıyla kazançları vergi avantajlarına konu olmuştur.

2.4.3.1.1 Planlı Şehirleşmeye Katkısı

Ülkemiz nüfusunun %71'i şehirlerde yaşamaktadır⁶⁵². Bu çerçevede planlı şehirleşme, ülkemiz açısından büyük öneme sahiptir. Özellikle, 1950'lerde başlayan köyden kente göç akımı⁶⁵³ ile birlikte, şehirlerimizde önemli oranda konut açığı ve alt yapı yetersizliği baş göstermiştir. Ani ve masif oranda konut ihtiyacına, planlı bir şehirleşme ile karşılık veremeyen şehirlerimizin, çevre bölgelerinde gecekondulaşma oluşmuş, merkez bölgelerinde de altyapı yetersizliği baş göstermiştir. Türkiye'de şehirleşmenin karşılaştığı bu sorunların çözümlenmesi veya daha da büyümesinin önüne geçilmesi için şehir planlamacılığı çalışmaları çerçevesinde yapılaşmak gerekmektedir⁶⁵⁴.

Gayrimenkul yatırımlarında, diğer yatırımlarında olduğu gibi profesyonel portföy işletmeciliği yapması gereken ve bu açıdan sıkı denetim altında bulunan GYO'nun, örneğin imar planı düzenlenmemiş bir arazi üzerinde konut inşa etmesi ya da sanayi bölgesi olarak tahsis edilmiş bir alanda alışveriş merkezi inşa etmesi mümkün değildir. Bu çerçevede, gayrimenkul projelerinin bugün olduğu gibi hiçbir özel eğitim ya da deneyim gerektirmeyen müteahhitler tarafından değil de, GYO'lar tarafından gerçekleştirilmesi, şehirlerimizdeki yapılaşmanın giderek daha fazla mevzuata ve idari düzenlemelere uygun olmasını, yani planlı şehirleşmeyi getirecektir. Bu yolla, altyapı (elektrik, su, doğalgaz, kanalizasyon gibi) hizmetlerinin planlaması dahi yapılmadan bir arazinin konut yapımına açılması ya da

⁶⁵² M. Murat YÜCEŞAHİN / Rüya BAYAR / E. Murat ÖZGÜR, "Türkiye'de Şehirleşmenin Mekansal Dağılışı ve Değişimi", *Ankara Üniversitesi Coğrafi Bilimler Dergisi*, Sayı 2 (1), Ankara 2004, s. 36

⁶⁵³ YÜCEŞAHİN/BAYAR/ÖZGÜR, s. 29

⁶⁵⁴ SUSAR, s. 185

tarım arazisi olarak tahsis edilmiş bir arazinin sanayi bölgesi olarak gelişmesi söz konusu olamayacaktır.

Planlı şehirleşmenin olmamasının bir önemli sonucu da gecekonduların yerleşimleridir. 1950 sonrası gecekondulaşma yalnızca mevzuata aykırı yapı inşaa edilmesi değil, aynı zamanda bu bölgelerde yaşayanların asgari sıhhi şartlardan uzak kalmaları, deprem tehlikesine maruz kalmaları, çevrenin kirletilmesi (hava kirliliği, su kirliliği, kıyıların işgali, trafik problemi, gürültü, açık ve yeşil alanların azalması, tarımsal sahalara şehir yerleşmesi) gibi sorunları da beraberinde getirmektedir. Tüm bu olumsuzluklar karşısında, özellikle büyük şehirlerimizde bulunan gecekonduların tasfiye edilmesi ve planlı olarak yapılaşması gerektiği aşikârdır. Gecekonduların bölgelerinin ıslahının yapılabilmesi, geniş çaplı ve profesyonel bir gayrimenkul projelendirmesi ile büyük bir finansman gerektirmektedir. Bireysel yatırımcıların (müteahhitler) ve hatta inşaat firmalarının dahi bu büyük finansman ihtiyacını karşılamaları güç gözükmektedir. Oysa, GYO gerek profesyonel projelendirme yapmak için, gerek yüksek miktarda finansman sağlamak için uygun bir hukuki yapılanma türüdür. GYO alelade inşaat şirketlerinden farklı olarak, geleneksel olmayan finansman yöntemleri (hisse senedi satımı, VDMK ve gayrimenkul sertifikası ihracı vb.) ile gecekonduların ıslahına fayda sağlayabilir. Susar, bu çerçevede Singapur ve Malezya'da başarı ile uygulanmış olan aynı sermaye koyma yöntemini önermektedir⁶⁵⁵. Yazarın önerisine göre, gecekonduların bölgelerinde gayrimenkul sahibi olan kimseler, bunları aynı sermaye olarak koymak suretiyle GYO'dan hisse senedi elde edebileceklerdir. Bu yöntemle bir yandan gecekonduların bölgeleri tasfiye edilerek, sıhhi ve güvenli yapılaşmaya ulaşılmış olmakta, diğer yandan da gecekonduların bölgelerinde hak sahibi olanlar ekonomik olarak mağdur edilmemiş olmaktadır.

2.4.3.1.2 Gayrimenkul Sektöründe Kayıt Dışılığın Önlenmesine Katkısı

Şehirlerimizde gecekondulaşmanın çok yüksek boyutlara çıkması, yukarıda açıkladığımız sıhhi sorunların yanı sıra, gayrimenkul sektöründe ciddi bir kayıt

⁶⁵⁵ SUSAR, s. 186, 187

dışılığın varlığına da işaret etmektedir. Gayrimenkul sektöründeki kayıt dışılık yalnızca ülkenin vergisel kaynaklarının azalmasına ve bu yolla bütçe açıklarının artmasına sebebiyet vermemekte, aynı zamanda mevzuata uygun hareket etmekte olan GYO'lar açısından da haksız rekabet yaratmaktadır.

- 5 Gayrimenkul sektörünün kayıt dışılığında sıklıkla uygulanan yöntem, gayrimenkul değerinin olduğundan düşük gösterilmesi yöntemiyle, gayrimenkul değeri üzerinden ödenen vergi, resim ve harçların düşük tutulmasıdır. GYO'nun ise böyle bir vergi usulsüzlüğü yapması söz konusu değildir. Zira, GYO'nun yatırım yaptığı her türlü gayrimenkülü için değerlendirme yaptırması gerekmektedir. Bu
- 10 değerlendirme sonucunda değerlendirme şirketinin hesap edeceği gerçek değer, resmi makamlara beyan edilmek zorundadır. Özetle, gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren diğer kimseler ödemeleri gereken verginin çok altında bir tutar öderken, GYO'nun böyle bir usulsüzlüğün parçası olma ihtimali söz konusu değildir. Bu çerçevede gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren GYO'ların artırılması, devlete
- 15 önemli oranda vergi kazancı da sağlamaktadır⁶⁵⁶.

- Gayrimenkul sektöründeki kayıt dışılık, yalnızca devletin vergi kaybına ve bu alanda faaliyet gösteren kimseler arasında haksız rekabet oluşmasına sebebiyet vermemekte, aynı zamanda belediyece verilen inşaat ruhsatına uygun inşa edilmeyen yapıların kullanılmaya başlanması sebebiyle önemli güvenlik problemlerine nedn
- 20 olmaktadır. Deprem bölgesinde yer alan ülkemiz için, bir binanın inşaat ruhsatına uygun olarak inşa edilmesi önemli bir ihtiyaçtır. Bu ihtiyaç 1999 yılında gerçekleşen Gölcük depremi sebebiyle göz önüne gelmiştir. Ne yazık ki ülkemizde kullanılmakta olan binaların büyük çoğunluğu inşaat ruhsatlarına uygun olarak yapılmamıştır. İnşaat ruhsatına uygun olarak inşa edilmeyen binalar bu sebeple belediyeden yapı
- 25 kullanma izni alamamakta ve kaçak bina sınıfında kabul edilmekte olup, halkın güvenliğine önemli bir tehdit oluşturmaktadır. Bu sebeple yıkılmaları gerekmektedir. Gayrimenkul alanında faaliyet gösteren GYO'lar ise inşaat ruhsatı almaksızın gayrimenkul projesi geliştiremeyecekleri gibi, inşaatın bitmesini müteakip yapı

⁶⁵⁶ SUSAR, s. 181

kullanma izni almaktan imtina etmeleri de söz konusu olmayacaktır⁶⁵⁷. Bu sebeple kamu güvenliği açısından da, GYO'nun gayrimenkul sektöründeki kayıt dışılığın önlenmesinde önemli katkısı mevcuttur

2.4.3.1.3 Sermaye Piyasalarının Gelişimine ve Derinleşmesine Katkısı

5 SerPK md. 1 uyarınca kanunun öncelikli hedeflerinden biri küçük tasarruf sahibinin (kanun ifadesi ile halkın) iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın biçimde katılmasını sağlamak için çalışmaktır. Daha geniş bir ifade ile kanun, sermaye piyasalarının geliştirilmesi ve derinleştirilmesini hedeflemektedir. Bu yolda, bir yandan ülkenin iktisadi hayatında önemli rol alan gayrimenkul odaklı ortaklıklardan giderek daha fazlasının hisse senetlerini veya ihraç edecekleri menkul kıymetler ve 10 diğer sermaye piyasası araçlarını halka arz etmelerini sağlamaya çalışmak gerekirken, diğer yandan da daha fazla küçük yatırımcının kendilerine arz edilmiş olan bu finansal araçlara rağbet göstermeleri için gerekli önlemleri almak gerekmektedir.

15 GYO'ların vergisel yönden desteklenmesi her iki açıdan da SerPK md. 1'de gösterilen hedefe uygun bir eğilim olur. Şöyle ki, büyük gayrimenkul yatırımları yapan ortaklıkların vergi mevzuatı ile desteklenmek suretiyle halka açılmalarını sağlamak, yani GYO'ya dönüşerek zorunlu HAAO halini almalarını sağlamak, hisse senetleri halka arz olunan ortaklıklardan daha fazlasının, küçük yatırımcıya güven 20 telkin etmesini sağlayacak ve onun için bir yatırım alternatifi oluşturacaktır⁶⁵⁸. Nitekim, yatırım ortaklıklarına sağlanan vergi avantajının bir sebebi de tasarruf sahiplerine vergi yüküne maruz kalmaksızın hizmet (kazanç) sunabilmek olarak gösterilmektedir⁶⁵⁹.

25 Küçük yatırımcıya dağıtılan temettü vasıtasıyla, iktisadi anlamda büyük şirketlerin elde ettikleri karların ve portföylerinde bulunan gayrimenkullerin menkul

⁶⁵⁷ SUSAR, s. 182

⁶⁵⁸ SUSAR, s. 183

⁶⁵⁹ EŞ, s.89

5 kıymetleştirme yolu ile tabana yayılması da sağlanmış olacaktır⁶⁶⁰. Bunun yanı sıra ihraç edilen menkul kıymetler ve sermaye piyasası araçları açısından, GYO'nun yaratabileceği çeşitlilik (VDMK, gayrimenkul sertifikası ihracı vb.) de düşünüldüğünde, GYO'ların vergisel olarak teşvik edilmesinin, sermaye piyasalarının gelişmesi ve derinleşmesine katkıda bulunacağı aşikârdır.

2.4.3.2 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Vergilendirilmesi

2.4.3.2.1 Kurumlar Vergisi

İdare kural olarak vergiye tabi olması gereken bazı kazançların, kanunen kurumlar vergisinden müstesna tutulması yolu ile bazı faaliyetleri teşvik etmektedir⁶⁶¹. Bu çerçevede, GYO'nun yıllık kazancı kurumlar vergisinden KVK⁶⁶² md. 5/f.I/b(d)/4 uyarınca müstesna tutulmuştur. GYO'nun kurumlar vergisi istisnasından yararlanabilmesi için, Türkiye'de kurulmuş olması gerekmektedir. Türkiye'de kurulmuş olmaktan kasıt, kanuni merkezinin Türkiye'de olmasıdır. GYO Tebliği de yalnızca Türkiye'de kurulan GYO'ları düzenlemekte olduğundan, söz konusu Tebliğ çerçevesinde kurulan her tip GYO'nun, kurumlar vergisinden müstesna olacağını söylemek mümkündür. Yani Tebliğ uyarınca kurulan GYO'nun KVK md. 32/f.I uyarınca yıllık safî kazancın % 20'si olarak belirlenen kurumlar vergisini ödeme yükümlülüğü yoktur.

20 GYO'nun kazancı kurumlar vergisinden müstesna olmakla birlikte, kazanç KVK md. 15/f.3 uyarınca vergi kesintisine tabidir. Madde uyarınca, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kazançlarından (dağıtılsın ya da dağıtılmasın), kurum bünyesinde % 15 oranında vergi kesintisi yapılması gerekmektedir. KVK md. 15/f.4 uyarınca vergi kesintisi oranı, bakanlar kurulunun takdiri ile % 0 oranına indirilebileceği gibi, kurumlar vergisi oranına (yani % 20'ye) kadar da çıkartılabilecektir. 12.1.2009 tarihli, 2009/14593 ve 2009/14594 sayılı Bakanlar

⁶⁶⁰ SUSAR, s. 184

⁶⁶¹ Muallâ ÖNCEL / Ahmet KUMRULU / Nami ÇAĞAN, *Vergi Hukuku*, Ankara 2004, s. 347

⁶⁶² 13.06.2006 tarih ve 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu

Kurulu kararları uyarınca GYO kazançlarına kurum bünyesinde uygulanacak kurumlar vergi kesintisi oranı % 0 olarak belirlenmiştir⁶⁶³.

5 KVK bir yandan GYO kazancının, %20 oranındaki kurumlar vergisinden müstesna olduğunu düzenlerken, diğer yandan da bakanlar kurulunun takdirine, ortaklık kazancı üzerinden kurumlar vergisi oranına kadar çıkabilecek şekilde kurumlar vergisi kesintisi oranı belirleme yetisi vermektedir. Her ne kadar bugün için bu kesinti oranı % 0 olarak belirlenmişse de, söz konusu durum yatırımcı nezdinde büyük bir güvensizlik yaratmaktadır. Şöyle ki, % 20 oranında gelir vergisi 10 istisnasından yararlanmak saikiyle, yüksek asgari sermaye ve halka açılma masraflarını göze alan yatırımcı, bu masrafları yapmasını takiben bir bakanlar kurulu kararı ertesinde % 20 oranında vergi kesintisi yapmak riski ile karşı karşıyadır. Yatırımcının böyle bir risk ile karşı karşıya bırakılmış olması, GYO'nun ülke ekonomisine ve iskânına yapacağı katkılar göz önünde bulundurulduğunda, sağlanan 15 vergi avantajlarının olumlu etkisini tehlike altına sokmaktadır. Bu sebeple, yukarıda 2.4.3.1 no'lu başlık altında saydığımız yararları göz önünde bulundurularak, GYO'nun vergi kesintisi oranının da kanunen belirlenmesi gerektiğini düşünmekteyim.

2.4.3.2.2 Kar Dağıtım Stopajı

20 Bir sermaye ortaklığı olarak GYO'nun kazancı üzerinden gerçek kişilerin tabi olduğu gibi gelir vergisine tabi olması söz konusu değildir. Ancak GYO'nun dağıttığı temettü, GYO hissesi sahibi ortaklar açısından gelir vergisine tabi olduğundan, söz konusu vergi, kaynağında kesilmektedir. Bu bağlamda, GYO yıllık kazancından ortaklara dağıtacağı kar payı için %15 oranında stopaj ayıracaktır.

⁶⁶³ Bk. 3.2.2009 tarih ve 27130 sayılı RG

2.4.3.2.3 Katma Değer Vergisi

GYO katma değer vergisi açısından özel bir vergi avantajından yararlanmamaktadır. Şöyle ki; GYO'nun ağırlıklı faaliyet alanı olan gayrimenkul alanında faaliyet göstermesi halinde yapılan işlemlere %18 oranında KDV uygulanmaktadır. Kanımca GYO'ların KDV alanında da vergi avantajlarından yararlandırılması gerekmektedir. Zira bugünkü hali ile GYO yalnızca vergisel bir avantajdan mahrum kalmış olmamakta, aynı zamanda uzun vadeli portföy yönetimi ilkesi çerçevesinde, bir gayrimenkul portföyüne dâhil ederken ödediği %18 oranındaki KDV'yi, gayrimenkul, portföyünden çıkıncaya kadar mahsup edememekte ve bu çerçevede gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren diğer tacirlere göre daha dezavantajlı şartlarda faaliyet göstermek durumunda kalmaktadır. Bu bağlamda GYO'nun esaslı faaliyetlerinden olan gayrimenkul alım-satımında uygulanan KDV'nin, konut yapı kooperatiflerinde olduğu gibi 1 sayılı liste içinde değerlendirilmesi ve %1 olarak uygulanması gerektiğini düşünmekteyim.

GYO'ların esaslı faaliyetlerinden olmayan gayrimenkul sertifikası, varlığa dayalı menkul kıymet, hisse senedi, döviz vb.'ne yapılan yatırımlar, KDV'den müstesna tutulmuştur. Yine de hatırlatmak gerekir ki bu istisna, GYO'ya özel bir vergi avantajı sağlamamaktadır. Zira bu işlemleri yapan herkes KDV'den müstesna kabul edilmektedir.

2.4.3.2.4 Emlak Vergisi

GYO'nun faaliyet alanı gereği mükellefi olacağı en önemli vergilerden biri emlak vergisidir. GYO, maliki olduğu ya da intifa hakkı sahibi olduğu gayrimenkuller üzerinde emlak vergisi mükellefidir. GYO'lara emlak vergisi açısından bir avantaj sağlanmamıştır. Emlak vergisi kanunu uyarınca, GYO'nun gayrimenkulleri için bina vergisi ya da arazi vergisi verme yükümlülüğü vardır. Bina vergisi açısından mükellef olunan bina vergisi oranı meskenlerde binde 1, diğer gayrimenkullerde binde 2'dir. Arazi vergisi oranları da, arazilerde binde 1, arsalarda binde 3 oranlarında uygulanmaktadır. Bu oranlar büyük şehir belediyesi içinde kalan

gayrimenkuller için iki katı oranında uygulanmaktadır. Bu açıdan vergi politikasının, yalnızca GYO'ları olmamakla birlikte, tüm gayrimenkul yatırımcılarını büyük şehir belediyesi sınırları dışında olan gayrimenkullere yatırım yapmaya yönelttiği sonucunu çıkartmak mümkündür⁶⁶⁴.

2.4.3.2.5 Diğer Vergi ve Harçlar

5 GYO'lar yatırım alanları açısından sıklıkla damga vergisi ile noter ve tapu harçları ödemek yükümlülüğü altına girmektedir. GYO Tebliği uyarınca hareket etmek zorunluluğu altında olan, GYO pek çok sözleşmeyi noter aracılığıyla yapmak mecburiyetindedir. Ne var ki, damga vergisi ve özellikle de noter ve tapu harçları açısından GYO'ya herhangi bir vergisel avantaj sağlanmamıştır.

10 Bu durum, gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren diğer tacirler ile, GYO arasında önemli bir masraf farkı oluşmasına sebebiyet vermektedir. Zira diğer tacirler kanunen bu tip masraflardan bir kısmını yapmak mecburiyetinde değildirler⁶⁶⁵. Örneğin, diğer tacirlerin şufa, vefa, iştirah haklarını tapuya şerh ettirmeleri, satım vaadi sözleşmeleri ve kira sözleşmelerini tapuya şerh ettirmeleri zorunluluğu yoktur.

15 GYO ise, mevzuat yolu ile tüm bu işlemleri, tapu harçlarını ödemek suretiyle, yapmak zorunluluğu altında bırakılmıştır.

20 Tapu harçları bakımından GYO'yu, gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren diğer tacirlerden daha dezavantajlı durumda bırakan bir diğer sebep de, GYO'ların tapu harçlarını işlem yaptıkları gayrimenkulün gerçek değeri üzerinden ödemek zorunda olmalarıdır. GYO'lar, ekspertiz raporu ile tespit edilen değer üzerinden tapu harcı öderken, uygulamada diğer tacirler alıp satacakları gayrimenkulün değerini, gerçek değerinin oldukça altında göstermekte ve bu yolla ödeyecekleri tapu harcı masraflarını düşürmektedirler. GYO, gayrimenkul sektöründe vergisel anlamda daha
25 avantajlı olması gerekirken, tam tersi yönde, haksız rekabete maruz kalmaktadır.

⁶⁶⁴ SUSAR, s. 190, 191

⁶⁶⁵ ÇOLAK/ALICI, s. 92

Kanımca bu durumun önüne geçilmesi için, GYO'ların yapacakları tapu işlemlerinde alınan tapu harcının oranının düşürülmesi gerekmektedir.

SONUÇ

Altyapı eksiklikleri ve hızla artan nüfusu ile Türkiye, konut alanında oluğu kadar diğer alanlarda da gayrimenkul yatırımlarına ihtiyaç duymaktadır. Türkiye’de gayrimenkul yatırımı yapmak, bir yandan ülkenin içinde bulunduğu gayrimenkul projesi ihtiyacı (talebi) sebebi ile, diğer yandan da yatırımcısına sağladığı enflasyona karşı koruma ve düşük volatilitite gibi avantajlar bakımından tercih edilir hale gelmiştir. Gayrimenkule doğrudan yatırım yapılabileceği gibi dolaylı yatırım yapılması da düşünülebilir. Gayrimenkule dolaylı yatırımda, yatırımcı gayrimenkul üzerinde doğan hakka bizzat yatırım yaptıktan sonra, gayrimenkule doğrudan yatırımı hali hazırda yapmış olan fonlar ve yatırım ortaklıklarına yatırım yapmaktadır. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının hisse senetleri ile bunların ihraç ettikleri gayrimenkule dayalı menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılması halinde, gayrimenkule dolaylı yatırım yapılmış olmaktadır.

Doğrudan yatırımda olduğu gibi dolaylı yatırımda da yatırımcının asıl hedefi gayrimenkulün (ya da genel olarak gayrimenkul portföyünün) bugünkü değeri ile gelecekteki değeri arasındaki farktan kâr elde etmektir⁶⁶⁶. Söz konusu değer farkının tek bir gayrimenkule, doğrudan yatırım yapıldığında tespit edilmesi daha kolay iken, GYO’nun (başta hisse senetleri olmak üzere) ihraç ettiği araçlara yatırım yapmak suretiyle bir gayrimenkul sepetine (portföyüne) dolaylı yoldan yatırım yapıldığında, bu farkın yatırımcı tarafından değerlendirilmesi daha güç olmaktadır. Bu sebeple, dünyadaki GYO muadillerine ve dolaylı gayrimenkul yatırımda dünyadaki eğilimlere uygun olarak, Türk GYO’su da değerlemede ekspertiz raporları ile bağlı bulunmaktadır.⁶⁶⁷ Bugün GYO Tebliği ile zorunlu tutulan ekspertiz raporları,

⁶⁶⁶ KNOFLACH/KÖRFGEN, s. 6

⁶⁶⁷ KNOFLACH/KÖRFGEN, s. 6, 8

GYO'ya yapılacak olan yatırımların yerindeliliğinin tespitinde, mevcut ve müstakbel yatırımcılara dünya standartlarında güvence sağlamaktadır.

Gayrimenkulün zaman içerisinde değerlendirilmesinden kar elde etmek amacı bakımından, dolaylı gayrimenkul yatırımcısının, doğrudan gayrimenkul yatırımcısından farkı olmadığını tespit etmiş bulunmakla birlikte, GYO hisse senedi yatırımcısının, doğrudan gayrimenkul yatırımcısından farklı bir amacı daha olduğunu belirtmek gerekmektedir. Bu amaç, Türk GYO'su için bugün temettüye hak kazanmaktır. GYO'nun anavatanı olan ABD'de REIT'in yıllık vergilendirilebilir kazancının en az %90'ının yatırımcıya dağıtılması zorunluluğu vardır⁶⁶⁸. Benzer şekilde, Alman REIT Kanunu md.13/f.I uyarınca Alman REIT'inin de yıllık net gelirinin %90'ını temettü olarak dağıtması kanunen zorunlu tutulmuştur. Fransız SIIC ise Fransız Genel Vergi Kanunu md. 208C/II/f.II uyarınca gayrimenkul kira ve alt kirasından elde ettiği gelirin en az %85, gayrimenkul satımından elde ettiği gelirin en az %50'sini emredici hüküm gereği, yatırımcısına dağıtmak mecburiyetindedir. Dünyada GYO tipi diğer yapılanmalarda da gayrimenkul portföyü işletmeciliğinden elde edilen gelirin yatırımcıya dağıtılması zorunluluğu, gelirin %100'ünden %85'ine kadar değişen oranlarda zorunlu tutulmuştur⁶⁶⁹. Dünyada, portföy işletmeciliğinden elde ettiği gelirini, asgari oranda yatırımcıya dağıtması, mevzuat yolu ile zorunlu tutulmayan tek GYO Türk GYO'sudur. Türk GYO'sunu dünyadaki benzerlerinden ayıran bu niteliğinin üzerinde durulması gerekmektedir.

Dünyadaki GYO muadillerinin, gayrimenkul portföyü işletmesinden elde ettiği gelirin büyük kısmının (en az %85'inin) yatırımcılara temettü olarak dağıtılmasının mevzuat ile zorunlu tutulmasının sebebi, küçük yatırımcının sermayesi ile oluşturulan portföyün, hukuki semerelerinden yine küçük yatırımcının en adil şekilde yararlandırılmasının sağlanmasıdır. Nitekim bir kolektif yatırım tipi olan GYO'dan da yatırımcısı yararına işlettiği portföyden gelir elde etmesi ve bu gelirden

⁶⁶⁸ BRUEGGEMAN/FISHER, s. 581

⁶⁶⁹ ABD, Avustralya, Hollanda, Kanada, Belçika, Singapur, Japonya, Fransa, Hongkong, Birleşik Krallık, Malezya, Kore, Tayvan, Tayland GYO'ları hakkında bk. KNOFLACH/KÖRFGEN, s. 7, tablo no. 4

yatırımcısını faydalandırması beklenir⁶⁷⁰. Bu sebeple, kanımca Türk GYO'sunun, mevzuattan kaynaklanan asgari bir oranda, portföy kazancından yatırımcısını yararlandırma yükümlülüğünün olmaması, GYO Tebliği'nin en büyük eksikliklerinden biridir. GYO Tebliği'ne en kısa zamanda portföy kazancının asgari bir oranda dağıtılması yükümlülüğü getirilmesi gerekmektedir. Bugün Türkiye'de GYO SerPK md. 15 sistemine tabidir. Bu hükme dayanılarak çıkartılan ve temettü dağıtımına ilişkin Seri:IV, No:27 sayılı Tebliğ md. 5/f.III/b(d) uyarınca GYO, genel kurulda bu yönde karar alınması kaydıyla, temettü dağıtmamak konusunda serbesttir⁶⁷¹. Nitekim uygulamada da çoğunlukla genel kurulda temettü dağıtılmamasına karar verilmek suretiyle, GYO kârları yatırımcılara dağıtılmamaktadır.

GYO niteliğinde olsun ya da olmasın bir ortaklığın, yeni yatırımlarda kullanmayacağı ve kanunen yedek akçe olarak ayırma zorunluluğu olmayan gelirini, ortaklarına dağıtması beklenir. Ortaklığın serbest olarak elinde bulunan bu nakdin (*fonds propres librement disponibles, free cash flow*), ortaklarına temettü olarak ya da hisse senetlerinin geri alınması yöntemleri ile dağıtılması teoride mümkündür⁶⁷². Buna mukabil, Türkiye'de ortaklıkların hisse senetlerini geri alması TTK md. 329. hükmü ile yasaklanmış olduğundan, Türk ortaklıkları –ve dolayısıyla GYO'ları– açısından yatırım olarak değerlendirilmeyecek olan nakdin, yalnızca temettü şeklinde dağıtılması ihtimali söz konusudur. Hisse senetlerini geri alamayacağı için bu olanaktan yoksun kalan Türk GYO'suna, mevzuat ile asgari bir oranda temettü dağıtma zorunluluğu getirilmelidir. GYO'nun yıllık portföy gelirinin en az ne kadarının temettü olarak dağıtılmasının zorunlu tutulacağına SPK, yatırımcıyı koruma politikası çerçevesinde karar verebilir. SPK bu yüzdeyi belirlerken, bir yandan GYO'nun gelecekteki olası finansman ihtiyacını değerlendirmeli, diğer

⁶⁷⁰ Matthias COURVOISIER / Ronnie SCHMITZ, “*Grenzfälle kollektiver Kapitalanlagen*”, *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2006, s. 410

⁶⁷¹ Ancak “dağıtılmayan temettü, daha sonraki dönemlerde yapılacak muafiyet hesaplamalarında temettü kalemi olarak dikkate alınır.” Bk. ÜNAL, *Sermaye Piyasası*, s. 293, 295

⁶⁷² Xavier OBERSON/ Nicolas MERLINO, “*Le Traitement Fiscal du Rachat par une Société de ses Propres Actions*”, *Journée 1999 de Droit Bancaire et Financier*, Berne 2000, s. 77; İlyas ÇELİKTAŞ, *Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabı*, İstanbul 2006 s. 116

yandan da dünyadaki eğilimleri göz önünde bulundurarak, uluslararası alanda kabul edilen yüzdelerin çok altında bir oran takdir etmemelidir⁶⁷³.

GYO gelirlerinin, yatırımcılara dağıtılması konusu incelenirken, dünyadaki benzerleri gibi, Türk GYO'sunun da gelirlerini, temettü dağıtmak yönteminin yanı sıra, hisse senetlerinin geri alınması yöntemi ile dağıtıp dağıtamayacağı sorusu akla takılabilir. Bugün kanunlarımız anonim ortaklıkların kendi hisse senetlerini edinmesini, başka bir deyişle değişken sermayeli (*à capital variable, open-ended, mit variablem Kapital*) olarak kurulmasını yasaklamaktadır.⁶⁷⁴ TTK md. 329/f.I uyarınca GYO'nun kendi hisse senetlerini “*temellükü veya rehin alınması neticesini doğuran akitler hükümsüzdür.*”

Kanun, bazı istisnai hallerde ortaklığın kendi hisse senetlerini edinmesine, bu hisse senetlerinin ilk fırsatta elden çıkartılması şartı ile izin vermektedir. Bu istisnai hallerden biri, hisse senetlerinin devir ve rehin alınmasının ortaklığın konusuna girmesi durumudur. Söz konusu istisna hükmüne dayanarak SPK, 01.09.2009 tarihinde almış olduğu 27/748 sayılı kararı ile yatırım ortaklıklarına, duyuruda gösterilen şartlarla kendi hisse senetlerini edinme imkânı tanımak istemiştir⁶⁷⁵. Kanımca GYO'lara değişken sermayeli olarak kurulabilme imkânının tanınması, ortaklıkların gelirlerinin yatırımcıya dağıtılmasının, daha hızlı ve esnek olmasını sağlayacağı gibi, GYO'nun gerektiğinde mali durumunu düzenlemesini de kolaylaştıracak ve kendi hisse senetleri için bir piyasa yapıcı gibi davranmasını sağlayacaktır⁶⁷⁶. Bu çerçevede, *de lege feranda* Türk GYO'ların da Avrupa ve

⁶⁷³ BRUEGGEMAN/FISHER, s. 588, Yazarlar, gelirin dağıtılma zorunluluğunun en az %90 oranında olduğu ABD'de yapılmış bir çalışmaya dikkat çekmek suretiyle, geliri dağıtma zorunluluğunun yüksek olduğu durumlarda, dış finansman ya da sermaye artırma gibi masraflı yöntemlere başvurmak durumunda kalınacağından, ortaklığın gelecekteki kazançlarının olumsuz etkilenebileceğini hatırlatmaktadır.

⁶⁷⁴ Yatırım ortaklıkları için, kendi hisse senetlerinin geri alınması imkânının, asli faaliyetlerinden biri olması gerektiği ve bunun yatırım ortaklıklarının yaşayabilme şartlarından olduğu yönünde bk. Bülent Murat HAHOLU, **Anonim Ortaklıkların Kendi Hisse Senetlerini Geri Satın Alması (Stock Repurchase)**, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 2000 s. 28, Uygulamada en yaygın tip olan yatırım ortaklıklarının değişken sermayeli olduğu yönünde bk. AYTAÇ, s. 254

⁶⁷⁵ <http://www.spk.gov.tr/apps/haftalikbulten/displaybulten.aspx?yil=2009&sayi=39&ext=.pdf#page=3>

⁶⁷⁶ OBERSON/MERLINO, s. 78; Hans Caspar von der CRONE, “*Le Rachat des Titres de Participation et le Droit Suisse des Marchés Financiers*”, **Journée 1999 de Droit Bancaire et Financier**, Berne 2000, s. 61, Ortaklıklara kendi hisse senetlerini edinmeleri olanağının sağlanmasının

Amerika'daki muadilleri gibi değişken sermayeli olabilmelerinin, GYO'lar için önemli bir imkân olduğunu düşünmekle birlikte, söz konusu duyurunun yayınlanmasından sonra dahi *de lege lata* GYO'ların kendi hisse senetlerini edinmemelerinin önünde kanuni bir engel olduğunu düşünmekteyim. 27/748 sayılı kararın (g) bendi uyarınca, hisse senetlerini geri alan ortaklıklara bu hisse senetlerini azami üç yıl boyunca elden çıkartmama olanağı tanınmaktadır. GYO'ya kendi hisse senedini, TTK md. 329/f.II/c.son'da gösterildiğı gibi derhal elinden çıkartmak şartı ile değil, azami üç yıl elinde tutmak şartı ile edinmesine izin verilmesi, TTK md. 329'da sayılan istisnayı *contra legem* genişletmiştir. Bu hali ile açıkça kanuna aykırı olan, 27/748 sayılı SPK kararının, *de lege lata* uygulanmaması gerekmektedir.⁶⁷⁷ Şayet, GYO'ların değişken sermayeli olmasına izin verilmek istenmekte ise, kanun seviyesinde bir düzenleme yapılarak, TTK md. 329'de yer alan ortaklıkların kendi hisse senetlerini edinmelerine engel olan hükmün, (GYO'ların da içinde bulunduğu bazı ortaklıklara uygulanmayacağı kuralı yasalaştırılmalıdır⁶⁷⁸. SPK duyurusunda olduğu gibi aracı kurumlar ve yatırım ortaklıklarına özel bir istisna şeklinde değil tüm anonim ortaklıkların kendi paylarını iktisap etmesinin yolu, yasalaştığı takdirde, TTK tasarısında açılmaktadır. Tasarının 379. maddesi anonim ortaklıkların, hangi şartlar ile kendi hisse senetlerini iktisap edebileceklerini düzenlemektedir. Anonim ortaklığa sağlanan bu imkânın, ortaklığın, kendi hisse senetleri için piyasa yapıcı gibi davranabilmesini sağlayacağı, kanun koyucu tarafından da öngörülmektedir⁶⁷⁹.

diğer yararları için bk. Henry PETER / Rashid BAHAR, “*Rachat et Options de Rachat par une Société de ses Propres Actions (en Droit des Sociétés)*”, **Journée 1999 de Droit Bancaire et Financier**, Berne 2000, s. 15, 16, HAHOLU, s. 18 vd., ÇELİKTAŞ, s.116 vd.

⁶⁷⁷ SPK'nın 27/748 sayılı kararı yalnızca mevcut kanuni düzenlemelerimize değil aynı zamanda, ortaklıkların kendi hisse senetlerini iktisap etmelerine ilişkin AB hukukundaki temel düzenleme niteliğinde olan, 77/91/CEE sayılı Avrupa Birliği Direktifi'ne de aykırıdır. SPK'nın 27/748 sayılı kararı, ortaklığa ödenmiş sermayesinin %20'mi iktisap etme imkânı tanımaktadır. Direktif md. 19/f.I/b.(b) ise, devletlerin yasal düzenlemeleri ile ortaklığın ödenmiş sermayesinin %10'undan fazlasını temsil eden hisse senedini iktisap etmesine olanak tanıyamayacağını düzenlemektedir. Türkiye'nin, iç hukukunu AB müktesebatına uyumlaştırmayı taahhüt ettiği akılda tutularak, bu taahhüitten sonra yasalaşacak bir düzenlemenin de söz konusu düzenlemede yer alan %10'luk azami sınırı göz önünde bulundurması gerektiğı kabul edilmelidir. Nitekim TTK Tasarısı md. 379'da azami sınır %10 olarak gösterilmektedir.

⁶⁷⁸ Haholu, bu konuda ayrıntılı bir düzenleme yapılabilmesi için SerPK md. 22'de, SPK'nın hisse senetlerinin geri alınmasına ilişkin düzenleme yapmak konusunda yetkilendirilmesi husunun yer alması gerektiğini belirtmektedir. Ortaklıkların kendi hisse senetlerini edinmelerine ilişkin bir düzenlemenin içermesi gereken hususlar için bk. HAHOLU, s. 39, 40

⁶⁷⁹ Bk. TTK Tasarısı genel gerekçe paragraf no. 123

Özetle, GYO'nun gelirinin yatırımcılarına mutlaka dağıtılması gerekmekte ve bunun temettü yolu ile ya da mümkünse hisse senetlerinin geri alınması yolu ile yapılması gerekmektedir. Bugün için GYO Tebliği'nde elde edilen kazancın yüzde kaçının temettü olarak dağıtılacağı belirtilmesi yeterli ise de, kanun vasıtası ile 5 düzenlenip, *de lege lata* GYO'nun kendi hisse senetlerini geri alması mümkün olduğu zaman, bu düzenleme yetersiz kalacaktır. GYO'ya kanunen kendi hisse senetlerini iktisap imkânı tanındıktan sonra dahi, GYO Tebliği'nde yıllık gelirin, örneğin, %80'inin temettü olarak dağıtılması gerektiği yönünde bir düzenleme yer alırsa, ortaklık nakdini temettü olarak dağıtmış olacağından, istediğinde kendi hisse 10 senetlerini iktisap etmek için serbest nakdi bulamayacaktır. Bu sebeple ortaklıkların kendi hisse senetlerini iktisabına kanunen izin verildiği zaman, GYO gelirinin asgari oranda dağıtılması şartı, GYO Tebliği'nde, asgari temettü dağıtma oranı olarak değil, asgari temettü dağıtma ve/veya kendi hisse senetlerinin iktisabı oranı olarak düzenlenmelidir. Bugün için, SPK'nın 27/748 sayılı kararına rağmen, GYO'nun 15 kendi hisse senetlerini iktisabı kanunen mümkün olmadığından, GYO Tebliği'nde yalnızca asgari temettü dağıtma oranının yer alması yeterlidir.

GYO zorunlu olarak kayıtlı sermayeli olarak faaliyet göstermesi gereken bir ortaklıktır. GYO Tebliği kayıtlı sermayeli olma zorunluluğu ile asgari sermaye 20 oranlarını verdikten sonra, kayıtlı sermayeye ilişkin diğer normların ihdasını, Kayıtlı Sermaye Tebliği'ne bırakmıştır. Yeni Kayıtlı Sermaye Tebliği, sistemimize kayıtlı sermaye süresi kavramını sokmuştur. Buna göre GYO azami beş yıllık süreler için kayıtlı sermaye izni alabilmektedir. Daimi olarak kayıtlı sermayeli olmak zorunda olan GYO için ise bu süre sınırlaması ciddi bir tehlike oluşturmaktadır. Zira kayıtlı 25 sermaye izni için SPK'ya başvurulması yönünde ortaklık genel kurulunda karar alınmadığı takdirde, GYO'nun faaliyetlerine devam edebilmesi ciddi bir tehlikeye düşmektedir. Bu sebeple bir an önce Kayıtlı Sermaye Tebliği'nde değişiklik yapılarak, GYO'ların kayıtlı sermaye süresi zorunluluğunun kaldırılması gerekmektedir.

30 Dünyadaki tüm benzerleri gibi Türkiye'de de GYO'nun gayrimenkul portföyünü işletmesinden elde ettiği gelir vergilendirilmemektedir. GYO'lara bu

yönde bir vergi avantajının sağlanmasının en önemli sebeplerinden biri gayrimenkul alanına GYO'dan yapması beklenen yatırımlardır. O halde GYO'nun söz konusu vergi avantajını "hak etmesi" için öngörüldüğü gibi gerçekten de gayrimenkul alanına yatırım yapılması (i) ve kurumlar vergisine tabi tutulamayan portföy gelirini de bu gayrimenkul yatırımlarından elde etmesi (ii) gerekmektedir. GYO Tebliği'nde bu iki şarttan, asgari oranda gayrimenkule yatırım yapmak şartı yer almakta ise de ikinci şart olan asgari oranda gayrimenkulden gelir elde etmek şartı yer almamaktadır. Şöyle ki, GYO Tebliği md. 27 GYO portföyünün asgari %50 oranında gayrimenkul ve gayrimenkul projelerinden oluşması şartını getirmekle, asgari oranda gayrimenkule yatırım yapma şartını düzenlemektedir. Ne var ki, GYO Tebliği GYO'nun gelirlerinin belirli bir asgari yüzdesinin mutlaka gayrimenkule dayalı haklardan ya da projelerden neşet etmesi şartını getirmemektedir.

GYO faaliyetlerinin teşvik edilmesi için, portföy kazancının vergilendirilmemesi yetmemekte, bunun yanı sıra başkaca vergi avantajlarının da sağlanması gerekmektedir. Bu yönde Türkiye'de GYO'lara uygulanan, bazı vergi ve harçların indirilmesi gerekmektedir. Bu indirim özellikle GYO'nun, gayrimenkul alanında faaliyet gösteren başka tacirlere nazaran dezavantajlı duruma düştüğü tapu harçlarında yapılmalıdır. GYO tapu harçlarını ekspertiz raporları ile tespit edilen değer üzerinden ödemek durumundadır. Gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren diğer tacirler ise gayrimenkulün değerini düşük göstererek tapu harcı masraflarını düşürebilmektedirler. Bu sebeple, GYO ticari rakipleri karşısında avantajlı olması gerekirken, dezavantajlı duruma düşmektedir. GYO'nun sorumlu olduğu tapu harçlarının, bu sebeple düşürülmesi gerekmektedir. Benzer şekilde, GYO'nun sorumlu olduğu KDV oranının da, konut yapı kooperatifleri için olduğu gibi %1 oranına indirilmesi gerekmektedir. Ancak bu şekilde, GYO faaliyetleri teşvik edilebilir.

GYO yalnızca gayrimenkul alanında yatırım yapan bir tacir değil, aynı zamanda sermaye piyasası faaliyetlerinde de bulunan bir kurumdur. GYO'nun sermaye piyasası aracı ihracı faaliyetlerinden, kendisinden en sıklıkla kullanılması

5 beklenebilecek olanı, VDMK ihracıdır. Nitekim GYO Tebliği de VDMK ihracına izin vermektedir. Ancak yeni Seri:III, No:35 sayılı VDMK Tebliği GYO'ları VDMK ihraççısı kurumlar arasından çıkartmıştır. GYO'nun gerçek bir sermaye piyasası kurumu gibi çalışabilmesi için yalnızca bu alanlarda yatırım yapması değil, aynı zamanda sermaye piyasası araçlarını da kolaylıkla ihraç edebilmesi gerekmektedir. Kanımca, yeni VDMK Tebliği'nde meydana gelen bu eksikliğin bir an önce giderilmesi gerekmektedir. Eksiklik giderilene kadar, GYO'nun alacaklarını, yeni VDMK Tebliği uyarınca ihraç yetkisine sahip bir kimseye temlik etmesi yolu ile VDMK ihracı yapılabilir.

10 Dünyada da GYO muadilleri için asgari bir oranda gayrimenkule yatırım yapma şartı getirilmiştir. Ne var ki bu oranlar Türk GYO'ları için olduğundan çok daha yüksektir. Dünyada çoğunlukla portföyün, %75-80'den fazlasının gayrimenkule dayalı haklar ve projelerden oluşması zorunluluğu getirilmiştir.⁶⁸⁰ Kanımca Türk GYO'larının işlettikleri portföyün de gerçek bir gayrimenkul portföyü olarak
15 değerlendirilebilmesi ve yararlandıkları vergi avantajlarını "hak etmeleri" için en az %75 oranında gayrimenkule dayalı haklara ve gayrimenkul projelerine yatırım yapıyor olması gerekmektedir. Elbette bugünkü Türk düzenlemesinde bir GYO, %50 yerine, esas sözleşmesinde yer alan bir hüküm ile örneğin, en az %75 oranında gayrimenkule dayalı haklar ve projelere yatırım yapmak hususunda kendini
20 bağlayabilir. Böyle bir tercih GYO niteliği ile uygun düşmek ile birlikte, ihtiyaridir. Gayrimenkule dayalı haklar ve projelere yatırımın, GYO portföyünün *de lege feranda* asgari %75'ini oluşturması, kanımca tüm GYO'lara Tebliğ md. 27 hükmünün değiştirilmesi ile zorunlu tutulmalıdır.

25 Gayrimenkul portföyünün işletilmesinden anlaşılması gereken, yalnızca bunun asgari bir oranının gayrimenkule dayalı haklar ve projelerden oluşması değildir. Aynı zamanda GYO'nun ticari kazancının esaslı kısmının, gayrimenkule dayalı haklar ve projelerin işletilmesinden elde edildiğinden emin olunması gerekmektedir. Bu çerçevede, Amerikan REIT'inin ve dünyadaki başka GYO muadillerinin çoğu, brüt
30 kazancının (*gross income*) en az %75'ini, gayrimenkule dayalı haklar ve projeleri

⁶⁸⁰ KNOFLACH/KÖRFGEN, s. 7, tablo no. 4

işletmekten elde etmiş olmak mecburiyetindedir⁶⁸¹. *De lege feranda* Türk GYO'ları için de yıllık kazancının asgari bir oranının gayrimenkule dayalı haklar ve projelerden elde edilmiş olması şartının aranması gerekmektedir.

5 İşlettiği portföyünün bugün en az %50'si gayrimenkule dayalı haklar ve projelerden oluşmak zorunda olan Türk GYO'su, GYO'nun büyükbabası olan Amerikan REIT'i tiplerinden *equity REITs* ya da en iyi ihtimalle *hybrid REITs* benzeri olarak sınıflandırılabilir. ABD'li REIT tipleri ana olarak üç tip olarak değerlendirilmektedir⁶⁸². Bunlar; *equity REITs*, *mortgage REITs* ve *hybrid REITs* 10 tipleridir. Ağırlıklı olarak gayrimenkule dayalı haklar ve projelere yatırım yapan GYO'lar *equity REITs* kategorisinde, ağırlıklı olarak İDMK ve İTMK'ye yatırım yapan GYO'lar *mortgage REITs* kategorisinde, bu iki yatırım alanına birlikte yatırım yapan GYO'lar ise *hybrid REITs* olarak değerlendirilmektedir. Türk GYO'ları Tebliğ gereğince ağırlıklı olarak gayrimenkule dayalı haklar ve projelere yatırım yapmak 15 durumunda olduğundan, esasen *equity REITs* kategorisinde kabul edilmelidir. Yukarıda savunduğum yönde, GYO Tebliği md. 27'nin değiştirilmesi ile GYO'nun portföyündeki gayrimenkule dayalı hak ve proje oranının asgari %50'den, %75'ler seviyesine artırılması halinde Türk GYO'sunun *equity REIT* niteliği daha da pekişecektir.

20 GYO Tebliği md. 27'nin bugünkü düzenlemesi çerçevesinde, Türk GYO'sunun gayrimenkule dayalı haklar ve projelere asgari %50 oranında yatırım yaptığı ve likit yatırımlarını İDMK ve İTMK'ya md. 27'nin el verdiği en yüksek oranda tahsis ettiğini düşünelim. Bu durumda Türk GYO'sunun *hybrid REIT* niteliğinde olacağı düşünülebilir. O halde bugünkü düzenlemede Türk GYO'sunun, 25 Tebliğ limitlerini zorlayarak *hybrid REIT* niteliğinde olması mümkünse de, *mortgage REIT* yapılanmasında olmasına, başka bir deyişle ağırlıklı olarak İDMK ve İTMK'ya yatırım yapmasına imkân yoktur.

⁶⁸¹ BRUEGGEMAN/FISHER, s. 581, KNOFLACH/KÖRFGEN, s. 4

⁶⁸² Yatırım alanlarına göre yapılan bu ayrımın yanı sıra, REIT'in halka açık olup olmamasına göre de *private REIT* / *public REIT* ayrımı da yapılmakla birlikte, Türk GYO'sunun halka açık olmama ihtimali söz konusu olmadığından, bu ayrıma değinilmemektedir. BRUEGGEMAN/FISHER, s. 583, 584

2007 yılında yürürlüğe giren 5582 sayılı Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun vasıtasıyla, konut finansmanında Türkiye’de *mortgage* sisteminin oluşturulması için ilk mevzuat çalışması yapılmıştır. Bu kanun ile hedeflenen, *mortgage* sisteminin konut kredilerinin maliyetlerinin düşürülmesi ve bu yolla ülkemizdeki konut ihtiyacının uygun koşullarda karşılanmasının sağlanmasıdır. *Mortgage* sistemi sayesinde konut kredilerinin düşmesi ve vadelerinin uzaması yalnızca *mortgage*’ın kanuni altyapısının hazırlanması ile elde edilemez. Bu alanda etkili bir sonuç elde edebilmek için ipotekli konut kredilerinden kaynaklanan alacak havuzuna dayalı olarak ihraç edilen İDMK ve İTMK’lara talebin artması ve bu sermaye piyasası araçlarının ikincil piyasadaki işlem hacimlerinin artmasının sağlanması gerekmektedir⁶⁸³. Gerek İDMK, gerek İTMK bireysel yatırımcılar nezdinde karmaşık yatırım araçları olduğundan, bu menkul kıymetlerin işlem hacimlerinin artırılması için kurumsal yatırımcıların bu alana yatırım yapmalarının önünün açılması gerekmektedir⁶⁸⁴. Bu sebeple GYO Tebliği’nde portföylerinin büyük bölümü (mümkünse *equity REIT* niteliğindeki GYO’lar için yukarıda önerdiğime benzer şekilde, portföyünün %75’i) İDMK ve İTMK’lardan oluşan, *mortgage REIT* muadili bir GYO tipinin de oluşturulması gerektiğini düşünmekteyim.

GYO Tebliği vasıtasıyla portföyü ağırlıklı olarak İDMK ve İTMK’lardan oluşan bir GYO tipi yaratılabildiği takdirde, yukarıda GYO tipleri için yaptığım üçlü ayırmadaki, tüm tiplerin Türk mevzuatında da kurulması mümkün olacaktır. Bu tiplerden bugün GYO Tebliği’nde asıl öngörülmüş olan tipi oluşturan *equity REIT* niteliğindeki Türk GYO’su, kendi içinde, yatırım yaptığı gayrimenkul sektörü bakımından, bir ayrıma tabi tutulabilmektedir. Nitekim, GYO Tebliği md. 5/f.I/b.(b) “belirli alanda yatırım yapmak amacıyla” kurulan GYO’yu düzenlerken, gayrimenkul sektörü açısından uzmanlaşmış GYO’ları öngörmektedir. ABD’li *equity REIT*’ler de uzmanlaştıkları sektörlere göre ayrılabilir⁶⁸⁵. ABD’de *equity*

⁶⁸³ ALP, s. 136, 137

⁶⁸⁴ ABD’de ipotekli sermaye piyasası araçları piyasasının büyümesinde, REIT’lerin de içinde bulunduğu, kurumsal yatırımcıların bu araçlara yatırım yapmasının büyük etkisi olduğu yönünde bkz. ADIGÜZEL, s. 24

⁶⁸⁵ KNOFLACH/KÖRFGEN, s. 12 vd.

REIT'lerin uzmanlaştıkları gayrimenkul sektörlerine örnek olarak, endüstriyel gayrimenkuller, ofis, perakende marketçilik, konut, otelcilik, sağlık, depoculuk sektörleri gösterilmektedir⁶⁸⁶. Görüldüğü gibi GYO yatırımının en çok geliştiği ülke olan ABD'de oldukça belirli alanlarda yatırım yapan GYO'lara rastlamak mümkündür. Ülkemizde ise GYO Tebliği'nin ilk yürürlüğe girdiği günden bugüne kadar, depoculuk, perakende marketçilik gibi çok belirli alanlar bir yana, nispeten daha genel nitelikli konut, iş yeri gibi alanlarda dahi yatırım yapmak üzere uzmanlaşmış GYO'lar kurulmamıştır.

10 Türk yatırımcısı, uzmanlaşmış GYO kurma olanağı varken, genel nitelikli GYO kurmak konusunda ısrarcı olmaya devam ederken, SPK, özel olarak yayımlamış olduğu ayrı bir Tebliğ ile çok belirli bir konu olan altyapı alanında yatırım yapmak üzere yeni bir GYO tipi oluşturmuştur⁶⁸⁷. Türkiye'nin pek çok alanda altyapı eksiklikleri vardır⁶⁸⁸. Altyapı yatırımları nitelikleri itibariyle yüksek maliyet isteyen projelerin gerçekleştirilmesini gerektirmektedir. Pek çok alanda bir an evvel tamamlanması gereken altyapı eksikliklerinin, yalnızca ülke bütçesinden karşılanarak gerçekleşmesinin beklenmesi, gerçekçi değildir. Özel girişim sermayesinin altyapı yatırımlarına yönelmesini kolaylaştırmak amacıyla SPK'nın yarattığı yeni tip GYO "altyapı gayrimenkul yatırım ortaklığı" ismini taşımaktadır.

20 Kısaca altyapı yatırım ortaklığı (AYO) olarak da adlandırılabilir bu GYO tipi, belirli bir alanda yatırım yapmak ya da belirli bir projeye yatırım yapmak için kurulmuş GYO niteliğindedir. Bu sebeple, son tahlilde kendisi de bir GYO olan AYO da GYO'lara tanınan vergi avantajlarından yararlanacaktır.

⁶⁸⁶ BRUEGGEMAN/FISHER, s. 584

⁶⁸⁷ 29.01.2009 tarihli ve Seri:VI, No:24 sayılı, Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği

⁶⁸⁸ Ali Serhan KOYUNCUGİL, **Ülkelerin Gelir Düzeyleri ile Altyapı Yatırımları Arasındaki İlişkinin Veri Madenciliği ile Araştırılması**, SPK Araştırma Raporu, Ankara 2007, s. 22, 25, İçinde Türkiye'nin de bulunduğu 35 ülkenin (Arjantin, Çek Cumhuriyeti, Estonya, Güney Afrika, Hırvatistan, Letonya, Litvanya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Rusya, Slovakya, Şili, Türkiye, Uruguay, Venezüella, Brezilya, Bulgaristan, Çin, Endonezya, Fas, Kolombiya, Mısır, Peru, Romanya, Sırbistan, Suriye, Tayland, Tunus, Ukrayna, Ürdün, Hindistan, Nijerya, Pakistan) yılları arasındaki altyapı yatırımlarını istatistikî olarak tetkik eden çalışmanın sonuçlarına göre, Türkiye üst-orta gelir grubunda yer almakla birlikte, altyapı yatırımları açısından düşük düzeyde yatırım yapan ülkeler arasında yer almıştır. Türkiye üst-orta gelir grubunda yer alan ülkeler arasında, altyapı yatırımlar açısından diğer ülkelerden ortalama 9,1 yıl geridedir.

AYO Tebliği olmaksızın, GYO Tebliği md. 5 bu tip GYO'ların kurulmasına imkân tanımakta iken, ayrı bir tebliğ hazırlanmasına ihtiyaç olup olmadığı akla takılabilir. Yeni bir tebliğe ihtiyaç olup olmadığını tespit etmek için, AYO Tebliği'nin getirdiği yeniliklerin bir kısmına göz atalım⁶⁸⁹. AYO Tebliği md. 5 4/f.II/b(b) uyarınca, AYO'nun asgari 100.000.000 TL başlangıç sermayesi ile kurulması gerekmektedir. Denilebilir ki, tebliğ koyucu, altyapı yatırımlarının alelade gayrimenkul yatırımlarına nazaran daha yüksek maliyet gerektirdiğinin bilinci ile sermayenin yetersiz kalması ihtimalini önlemek istemiştir⁶⁹⁰. AYO kurulması GYO'ya nazaran, yalnızca asgari başlangıç sermayesi şartı açısından değil, aynı zamanda halka arz süresi bakımından da güçleştirilmiştir. Çıkarılmış sermayesi 200.000.000 TL olan alelade bir GYO kuruluşundan itibaren 5 yıl içinde halka arz olabilecek iken, bu niteliklerdeki bir AYO'nun 4 yıl içinde portföyünü tamamlayıp portföy işletmeciliği izni alması ve halka arzını tamamlaması gerekmektedir. GYO Tebliği'nde gayrimenkul yatırımı yapmak için ortaklığa nispeten çeşitli imkânlar tanınmaktadır. AYO Tebliği uyarınca kurulan ortaklıklar ise, esas itibariyle 3996 sayılı kanun anlamında yap-işlet-devret modeli çerçevesinde yatırım yapacaktır⁶⁹¹. Tüm bu şartlar ve AYO Tebliği'nde yer alanlardan burada değinilmeyen diğerleri, GYO yatırımcısına göre AYO yatırımcısının durumunu ağırlaştırmaktadır. Bununla birlikte, aynı altyapı yatırımcısının AYO kurmak yerine, GYO Tebliği md. 5 20 uyarınca belirli alanda yatırım yapmak amacıyla bir GYO kurmasına bir engel yoktur.

Kanımcıca AYO Tebliği'nde, altyapı yatırımın mali anlamda ağırlığı göz önünde bulundurularak, GYO'ya göre daha ağır hükümlerin öngörülmesi gerekli olmakla birlikte, AYO'ların etkin şekilde kurulup faaliyet göstermesi için yeterli değildir. Basiretli bir tacir olarak hareket eden, gayrimenkul yatırımcısı lider sermayedar, belirli alanda faaliyet gösteren bir GYO kurarak, aynı faaliyeti

⁶⁸⁹ AYO Tebliği'nin, GYO Tebliği'ne göre getirdiği yeniliklerin tespitinde, buradaki amacım geniş bir karşılaştırma yapmak değil, yalnızca GYO Tebliği'nin yanı sıra başka bir tebliğe ihtiyaç duyulup duyulmadığını tespit etmektir. Bu sebeple karşılaştırma birkaç konu ile sınırlı tutulmuştur.

⁶⁹⁰ Aynı saikin, AYO'lar için öngörülmesi olan asgari nakdi sermaye miktarının, GYO'lar için öngörülene nazaran en az iki kat yüksek olmasında da söz konusu olduğu açıktır.

⁶⁹¹ GYO Tebliği'nin aksine, AYO Tebliği'nde "yap-işlet-devret" ifadesinden anlaşılması gerekenin 3996 sayılı kanunda düzenlenen hukuki ilişki olduğunun açıklanması, yeni bir kavram tartışmasına yer vermemesi sebebiyle yerinde olmuştur. AYO Tebliği md. 3/f.I/b(ş)

gerçekleştirip, aynı vergi avantajlarından yararlanabiliyor iken, daha ağır şartlara tabi olacağı bir AYO kurmak istemeyecektir. Bu sebeple, AYO Tebliği'nde ya da vergi kanunlarında, AYO yatırımcısına, GYO kurmaya nazaran kolaylık sağlayacak bir takım hükümlerin öngörülmesi gerektiğini düşünmekteyim.

5 Sonuç itibariyle, ister GYO'nun temettü dağıtmasına, portföyünü meydana getiren yatırım kalemlerinin ve elde ettiği gelirin gayrimenkule ilişkin olması için asgari bir yüzdenin belirlenmesine, hisse senetlerini geri almasına ilişkin sonuçta belirttiğim genel nitelikli öneriler olsun, ister çalışmanın içinde *de lege feranda* gösterilen mevzuat değişiklikleri olsun, GYO'nun hukuki yapısı ve faaliyetlerine 10 ilişkin esaslı unsurların bir kanun hükmü ile düzenlenmesi gerektiğini düşünmekteyim. Her ne kadar, çerçeve kanun doktrini gereği, SerPK'nın tek bir madde ile gayrimenkul yatırım ortaklıkları gibi geniş bir alanı düzenleyebileceği savunulmakta ise de kanımca bu uygulama hukukumuzun temel ilkelerinden, normlar hiyerarşisi ilkesine aykırılıkların doğmasına sebebiyet vermektedir. 15 Çalışmada da değindiğim gibi GYO Tebliği'nde yer alan bazı düzenlemeler, kanun ile verilen bir takım hakların, tebliğ yolu ile sınırlandırılması ya da tamamen kullanılmasının engellenmesine sebebiyet vermektedir ki, böyle bir sonucun normlar hiyerarşisi ile bağdaşmasına imkân yoktur.

20 Bu temel sakatlığın önüne geçilebilmesi için, kanımca, Almanya'nın ya da İsviçre'nin izlemiş olduğu yollardan biri tercih edilebilir. Alman sistemini tercih edecek olursak, GYO'nun hukuki niteliği ve faaliyetlerine ilişkin esasların özel bir kanunda, örneğin "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş ve İşleyişi Hakkında" çıkartılabilecek bir kanunda düzenlenmesi düşünülebilir. Şayet İsviçre 25 sistemini tercih edecek olursak, kolektif yatırımlara ilişkin tüm yatırım kurumlarının tek bir kanun ile, örneğin "Kolektif Yatırım Kurumlarının Kuruluş ve İşleyişi Hakkında" kanunda, düzenlenmesi söz konusu olabilir. Kanımca İsviçre sisteminin tercih edilmesi daha uygun olacaktır. Zira bu durumda, kanunda yalnızca (gayrimenkul) yatırım ortaklıklarına değil, yatırım fonlarına da yer verilecek, böylece 30 ortaksal ve sözleşmesel temele dayanan kolektif yatırım çeşitlerine birlikte

değinilmiş ve bunların arasındaki irtibat ve farklar net şekilde ortaya konmuş olabilecektir.

KAYNAKÇA

- ADIGÜZEL** Burak, **İpotekli Sermaye Piyasası Araçları**, İstanbul 2008
- AKBULUT** Esin, “*Uluslar arası Borsalarda Menkul Kıymetlerin İşlem Görme Kuralları ve Türkiye’deki Uygulama*”, **Menkul Kıymetlerin Halka Arzı ve Borsada Piyasaya Açılması**, İstanbul 1994, s. 2-40
- AKÇAY** Belgin, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**, Ankara 1999
- AKGÜL** Aydın, **Danıştay Kararları Işığında Sermaye Piyasası Kurulu Kararlarının Hukuki Niteliği ve Yargısal Denetimi**, İstanbul 2008
- AKINCI** Ziya, **Milletlerarası Özel Hukukta İnşaat Sözleşmeleri**, İzmir 1996
- AKTAŞ** M. Murat, **Oydan Yoksun Hisse Senetleri**, Ankara 2006
- ALP** Ali, **Modern Konut Finansmanı**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No:51, Ankara 2000
- ALTUĞ** Osman, “*Menkul Kıymetlerin Borsada İşlem Görme Koşulları, Yatırımcıların Korunması ve Kamunun Aydınlatılması*”, **Menkul Kıymetlerin Halka Arzı ve Borsada Piyasaya Açılması**, İstanbul 1994, s.81–105
- AR** Metin, “*Sermaye Piyasalarının Reel Sektöre Kaynak Yaratmadaki Önemi*”, **Avrupa Birliği’ne Doğru Türkiye Sermaye Piyasalarında Sorunlar ve Çözümler Sempozyumu**, 2004
- ARKAN** Sabih, **Ticarî İşletme Hukuku**, Ankara 2009
- ARPACI** Abdülkadir, **Türk Medenî Kanunu Açısından Müşterek Mülkiyette Yararlanma ve Yönetim**, İstanbul 1990
- AYAYDIN** Cem, **İdare Hukuku Ders Notları**, Yayınlanmamış Teksir, İstanbul 2003-2004
- AYİTER** Nûşin, **Mamelek Kavramı Üzerinde İnceleme**, Ankara 1968

- AYOĞLU** Tolga, **Sermaye Piyasası Hukuku'nda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri**, İstanbul 2006
- AYTAÇ** Zühtü, “*Sermaye Piyasası Yardımcı Kuruluşu Olarak Menkul Kıymetler Yatırım Ortakları*”, **Türkiye’de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar) Seminer Tebliğleri**, İstanbul 1984, s. 245-291
- AYTAÇ** Zühtü, “Kayıtlı Sermayeli Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulu Kararlarının İptali Sorunu”, **Ernst E. Hirsch’in Hatırasına Armağan**, Ankara 1986, s. 257-290 (Anılış; Kayıtlı Sermaye)
- BAHTİYAR** Mehmet, **Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı**, İstanbul 1996, (Anılış; Kayıtlı Sermaye)
- BAHTİYAR** Mehmet, “4487 Sayılı Kanun ile Sermaye Piyasası Kanununda Yapılan Değişiklik: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Aynı Sermaye Olanağı”, **Prof. Dr. Tahir Çağa'nın Anısına Armağan**, İstanbul 2000, s. 87-110 (Anılış; Aynı Sermaye)
- BAHTİYAR** Mehmet, “*Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Kuruluş ve Faaliyete Geçiş Esasları*”, **Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu'na 65. Yaş Günü Armağanı**, 2. Bası, İstanbul 2001, s. 53-110 (Anılış; Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları)
- BAHTİYAR** Mehmet, “*Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğlerine İlişkin Bazı Notlar*”, **Ankara Barosu Dergisi**, Yıl 53, Sayı:1, Ankara 1996 (Anılış; SPK Tebliğleri)
- BAMFORD** Colin, “*Conflict of Interest in the Financial Markets*”, **Developments in European Company Law**, Vol.1, 1996, s. 49-61
- BELEN** Herdem, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Faaliyetlerinin Medenî Hukuk Açısından Değerlendirilmesi**, İstanbul 2002
- BRUEGGEMAN** William B. / **FISHER Jeffrey D.**, **Real Estate Finance and Investments**, International Edition, 2005
- CONDRADI** Johannes, “*Unternehmenstätigkeit der REIT-AG*”, **Handbuch REIT Aktiengesellschaft**, Köln 2008, s. 185-239 (Anılış; Unternehmenstätigkeit)
- CORNU** Gérard, **Vocabulaire Juridique**, 2005, Paris
- COURVOISIER** Matthias / **SCHMITZ Ronnie**, “*Grenzfälle kollektiver Kapitalanlagen*”, **Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht**, 2006, s. 407-419

- von der CRONE** Hans Caspar, “*Le Rachat des Titres de Participation et le Droit Suisse des Marchés Financiers*”, **Journée 1999 de Droit Bancaire et Financier**, Berne 2000
- ÇANAKÇI** Ekrem, **İMKB’de İşlem Gören Yatırım Ortaklıklarının Finansal Analizi (2005-2007)**, SPK Araştırma Raporu, Ankara 2008
- ÇEKER** Mustafa, “*Hisse Senetlerinin Halka Arzı, Borsada İşlem Görmesi ve Kaydi Değer Haline Getirilmesi*”, **Prof. Dr. Oğuz İmregün’e Armağan**, İstanbul 1998, s. 89-145
- ÇELİKTAŞ** İlyas, **Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabı**, İstanbul 2006
- ÇETİN** Nusret, **Borsada Hisse Senedi Alım Satım İşlemlerinin Hukuki Niteliği**, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 2004
- ÇOLAK** A. Ender/ALICI Aşkın, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları A’dan Z’ye**, SPK Yayın No: 136, Ankara 2001
- DOĞANAY** İsmail, **Türk Ticaret Kanunu Şerhi C.I**, İstanbul 2004
- DOMANIÇ** Hayri, **Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması**, TTK Şerhi II, İstanbul 1988 (Anılış; Şerh II)
- DOYRANGÖL** Nuran Cömert, **Repo ve Ters Repo İşlemleri**, İstanbul 1996
- DURAL** Mustafa / ÖĞÜZ Tufan, **Türk Özel Hukuku**, Cilt II, Kişiler Hukuku, İstanbul 2002
- DURAN** Lütfi, “*Türkiye’de Bağımsız İdari Otoriteler*”, **Bağımsız İdari Otoriteler**, Editör İbrahim Kaboğlu, İstanbul, 1998, s. 24-30
- ERKUT** Celal, “*Bağımsız İdari Makamlar Müessesesi Açısından Sermaye Piyasası Kurulu’nun Kısa bir Değerlendirmesi*”, **Bağımsız İdari Otoriteler**, Editör İbrahim Kaboğlu, İstanbul 1998, s. 129-134
- EROL** Turan, **Kamu Altyapı Yatırımlarının Sermaye Piyasaları Aracılığıyla Finansmanı**, SPK 7. Arama Konferansı’nda yapılan konuşmanın metni, Ankara 2006
- EŞ** Mecit, **Türkiye’de Vergilerin Sermaye Piyasasının Gelişmesine Etkileri (Gelir ve Kurumlar Vergisi Açısından)**, Eskişehir 1987
- GEMİCİ** İlke Aytekin, **Portföy Yönetim Sözleşmesi ve Hukuki Sorumluluk**, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 2006

- GÖLE** Celâl, **Anonim Ortaklıklarda Nakdi Sermaye Koyma Borcu ve Bu Borcu İfada Temerrüt**, Ankara 1976
- GÜNAL** Vural, **Sermaye Piyasası Hukuku Esasları**, İstanbul 2007
- GÜNDAY** Metin, **İdare Hukuku**, 8. Bası, Ankara 2003
- GÜRSEL** Meltem Kurtlu, **İstanbul Menkul Kıymetler Borsası İdare Hukuku Açısından Bir İnceleme**, Ankara 2003
- GÜRZUMAR** Osman Berat, **Türk Medenî Hukukunda Üst Hakkı**, İstanbul 2003
- HAHOLU** Bülent Murat, **Anonim Ortaklıkların Kendi Hisse Senetlerini Geri Satın Alması (Stock Repurchase)**, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 2000
- HANSMANN** Henry/KRAAKMAN Reinier/SQUIRE Richard, “*Law and the Rise of the Firm*”, **Harvard Law Review**, vol 119, 2006, sah. 1333-1403
- HELIOS** Marcus / WEWEL Uwe / WIESBROCK Michael R., **REIT-Gesetz Gesetz über deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen (Real Estate Investment Trusts) mit Nebenbestimmungen Kommentar**, München 2008
- HEPŞEN** Ali, **Bir Finansman Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları No: 2005-13, İstanbul
- HOTZ** Charles-Antoine, **La Responsabilité Civile des Fondateurs de la Société Anonyme**, Neuchâtel 1945
- HUBER** Felix M. / HODEL Peter / GIEROW Christopher Staub, **Praxiskommentar zum Kotierungsrecht der SWX Swiss Exchange**, Schulthess, s. 165 - 175
- İHTİYAR** Mustafa, **Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, İstanbul 2006
- İMREGÜN** Oğuz, **Anonim Ortaklıklar**, İstanbul 1989
- İNCEOĞLU** Murat, **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu**, Ankara 2004
- KABAALİOĞLU** Haluk A, **Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, İstanbul 1985
- KAÇIRA** Betülây, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**, İstanbul 2009

- KAPLAN** İbrahim, **İnşaat Sektöründe Müşterek İş Ortaklığı (Joint-Venture)**, Ankara 2007
- KARAHAN** Sami, **Anonim Şirketlerde Tasfiye**, Konya 1998
- KARAKAŞ** Tülay, **Portföy Yönetimi Sözleşmesi**, Ankara 2000
- KAYAR** İsmail, **Anonim Ortaklıkta Mali Durumun Bozulması ve Alınacak Tedbirler**, Konya 1997
- KIRCA** İsmail, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri**, Ankara 2000
- KNOFLACH** Barbara / **KÖRFGEN** Thomas, “*Grundkonzeption und Vorbereitung der Real Estate Investment Trusts*” **REITs Real Estate Investment Trusts, Marktüberblick Aufbau und Management Investitionenen in REITs**, Editör Jürgen SCHÄFER, Münih 2007, s. 1-18
- KOCAYUSUFPAŞAOĞLU** Necip/ **HATEMİ** Hüseyin / **SEROZAN** Rona / **ARPACI** Abdülkadir, **Borçlar Hukukuna Giriş Hukuki İşlem Sözleşme**, İstanbul 2008
- KOSTAKOĞLU** Cengiz, **İçtihatlı İnşaat Hukuku ve Kat Karşılığı İnşaat Sözleşmeleri**, İstanbul 2005
- KOYUNCUGİL** Ali Serhan, **Ülkelerin Gelir Düzeyleri ile Altyapı Yatırımları Arasındaki İlişkinin Veri Madenciliği ile Araştırılması**, SPK Araştırma Raporu, Ankara 2007
- KÖNIG** Markus, **Anlegerschutz im Investmentrecht**, Osnabrück 1998
- KRIEGER** Gerd / **SCHNEIDER** Uwe H., **Handbuch Managerhaftung, Risikobereiche und Haftungsfolgen für Vorstand, Geschäftsführer, Aufsichtsrat**, Köln 2007
- KÜÇÜKSÖZEN** Cemal, **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının bu Açıdan Değerlendirilmesi**, Ankara 1999
- KÜTÜKÇÜ** Doğan, **Sermaye Piyasası Hukuku**, Birinci Cilt, İstanbul 2004
- LA CORTE** Nicola, “*Börsenrecht*”, **Einführung in das Kapitalmarktrecht**, München 2007, s. 196 - 219
- LARENZ** Karl / **WOLF** Manfred, **Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, 9. neubearbeitete und erweiterte Auflage**, München 2004

- LEHMAN** Matthias, “*Der Begriff der Rechtsfähigkeit*”, **Archiv für die civilistische Praxis**, vol. 207, sayı 2, Tübingen 2007, s.224-255
- MALHERBE** Jacques / **de WOLF** Michel / **SCHOTTE** Christine, **Droit Fiscal: L’impôt des Sociétés**, Bruxelles 1997
- MORANGE** Jean, “*Les Autorités Administratives Indépendantes en France*”, **Bağımsız İdari Otoriteler**, Editör İbrahim Kaboğlu, İstanbul 1998, s. 11-17
- MOROĞLU** Erdoğan, “*Ticaret Ortaklıklarına Sermaye Olarak Taşınmaz Mal veya Bunun Üzerindeki Bir Aynı Hakkın Konulması Taahhüdü*”, **Makaleler I**, İstanbul 2001, s. 27-40 (anılış; Aynı Sermaye)
- MOROĞLU** Erdoğan, **Notlu-İçtihatlı Türk Ticaret Kanunu ve İlgili Mevzuat**, 7. Bası, İstanbul 2001 (anılış; Mevzuat)
- MOROĞLU** Erdoğan, “*Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu*”, **Makaleler I**, 2. Tıpkı Bası, İstanbul 2001, s. 279-289 (anılış; SerPK ve TTK)
- NILSSON** Gül Okutan, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, İstanbul 2004
- NOMER** N. Fusun, **Yatırım Ortaklıkları**, İstanbul 2003 (anılış; Yatırım Ortaklıkları)
- OBERSON** Xavier /**MERLINO** Nicolas, “*Le Traitement Fiscal du Rachat par une Société de ses Propres Actions*”, **Journée 1999 de Droit Bancaire et Financier**, Berne 2000, s. 77-124
- OĞUZMAN** M. Kemal, “*Özel Sektörde Gayrimenkul Sertifikası Sistemi Kurulması*”, **Reha Poroy’a Armağan**, İstanbul 1995
- OĞUZMAN** M. Kemal / **BARLAS** Nami, **Medeni Hukuk**, 14. Bası, İstanbul 2007
- OĞUZMAN** M. Kemal / **ÖZ** M. Turgut, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, İstanbul 2009
- OĞUZMAN** M. Kemal / **SELİÇİ** Özer / Saibe Oktay **ÖZDEMİR**, **Eşya Hukuku**, İstanbul 2006
- ÖNCEL** Muallâ / **KUMRULU** Ahmet / **ÇAĞAN** Nami, **Vergi Hukuku**, Ankara 2004
- ÖZGÜÇ** Erkan, “*Gayrimenkul Yatırım Fonları: Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar ve Türkiye için Öneriler*”, **Kamuya Açık Araştırma Raporu**, Ankara 2008

- ÖZMEN** E. Sabâ / **BELEN** Herdem, “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği Değerlendirmesi”, **Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu’na 65. Yaş Günü Armağanı**, 2. Bası, İstanbul 2001, s. 537-561
- PAULIAT** H el ene, “*Les Autorit es Administratives Ind ependantes en Droit Compar e*”, **Bağımsız İdari Otoriteler**, Editör İbrahim Kaboğlu, İstanbul 1998, s. 1-5
- PEKCANİTEZ** Hakan / **ATALAY** Oğuz / **SUNGURTEKİN ÖZKAN** Meral / **ÖZEKES** Muhammet, **İcra ve İflâs Hukuku**, Ankara 2005
- PETER** Henry / **BAHAR** Rashid, “*Rachat et Options de Rachat par une Société de ses Propres Actions (en Droit des Sociétés)*”, **Journée 1999 de Droit Bancaire et Financier**, Berne 2000, s. 15-54
- POROY** Reha / **TEKİNALP** Ünal / **ÇAMOĞLU** Ersin, **Ortaklıklar ve Kooperatifler Hukuku**, 10. Bası, 2007, İstanbul (anılış; Ortaklıklar)
- POROY** Reha / **YASAMAN** Hamdi, **Ticari İşletme Hukuku**, 12. Tıpkı Bası, İstanbul 2007
- REHMAN** Scheherazade S., “*Can Financial Institutional Investors Legally Safeguard American Stockholders*” **NYU Journal of Law and Business**, vol. 2, 2006, s. 683-730
- REIMER** Ekkehart, “*Gesetztext REITG, Europarechtliche Analyse*”, **Gesetz  ber deutsche Immobilien-Aktinengesellschaften mit börsennotierten Anteilen (Real Estate Investment Trust) mit Nebenbestimmungen**, M nch 2008
- REIS** Christian, “*B rsengang*”, **Einführung in das Kapitalmarktrecht**, München 2007, s. 21-46
- REİSOĞLU** Seza, “*Sermaye Piyasası Açıısından İpotekli Borç Senetleri*”, **Türkiye’de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar) Seminer Tebliğleri**, İstanbul 1984, s. 153-165 (anılış; İpotekli Borç Senedi)
- REİSOĞLU** Seza, Sermaye Piyasası Kanunu Açıısından Anonim Ortaklıklar, Kuruluş ve Sermaye Artırımı, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları 120. Konferanslar Serisi 31, Ankara
- ROUNDS** Charles E. / **DEHIO**, Andreas, “*Publicly-Traded open-end Mutual Funds in Common Law and Civil Law Jurisdictions: A Comparison of Legal Structures*”, **New York University Journal of Law & Business**, vol. 3, No.2, 2007, s. 473-518

- SCHLITT** Michael, “*Grundlagen des Kapitalmarktrechts*”, **Einführung in das Kapitalmarktrecht**, München 2007, s. 1-20
- SİRMEN** Lâle, “*Sözleşme Hukuku Açısından Yap-İşlet-Devret Modeli*”, **Yap-İşlet-Devret Modelinin Uygulamasında Ortaya Çıkan Sorunlar ve Öneriler Sempozyumu**, Ankara 1996, s. 11-17
- SMITH** Adam, **An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations**, Edwin Cannen edition, 1994,
- SOYBAY** Selçuk, “*Bağımsız İdari Otoriteler Eliyle İdarenin Denetimi*”, **İdare Hukuku ve İlimleri Dergisi**, Sayı:1, 16 Ocak 1995
- STOCKMANN** Heinrich, “*Zum Problem der Gleichbehandlung der Aktionäre*”, **Lebendiges Aktienrecht**, Zürich 1971, s. 387-404
- SUSAR** Özkan, **Tüm Yönleriyle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**, Ankara 2004
- TAN** Turgut, “*İdare Hukuku Açısından Yap-İşlet-Devret Sözleşmesi*”, **Yap-İşlet-Devret Modelinin Uygulamasında Ortaya Çıkan Sorunlar ve Öneriler Sempozyumu**, Ankara 1996, s. 23-40
- TANÖR** Reha, **Türk Sermaye Piyasası Taraflar**, 1. Cilt, İstanbul 1999 (anılış; Taraflar)
- TANÖR** Reha, **Türk Sermaye Piyasası Halka Arz**, 2. Cilt, İstanbul 2000 (anılış; Halka Arz)
- TEKER** Murat Bahadır, **Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı**, 2000, Ankara
- TEKİNALP** Ünal, **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, İstanbul 1982 (anılış; Sermaye Piyasası)
- TEKİNALP** Ünal, “*Yatırım Ortaklıklarının Düzenlenmesinde Temel Alınabilecek İki Model ve Türk Sistemi*”, **İktisat ve Maliye**, C. XVII, Sayı 9, 1970, s. 386–392 (anılış; İki Model)
- TEVETOĞLU** Mete, **Mali Durumu Bozulan Aracı Kurumlarda Alınacak Tedbirler ve Özellikle Tedrici Tasfiye**, İstanbul 2006
- TEZİÇ** Erdoğan, **Anayasa Hukuku**, 8. Bası, İstanbul 2003
- THERY** Jean-François, “*Le Contrôle Juridictionnel des Autorités Administratives Indépendantes*” **Bağımsız İdari Otoriteler**, Editör İbrahim Kaboğlu, İstanbul 1998, s. 154-162
- TRÉBULLE** François Guy, **L’émission de Valeurs Mobilières** Paris 2002, s. 118

- TURANBOY** Kürşad Nuri, “Tasarruf Mevduatı Sözleşmesinin Niteliği”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt:I, Sayı 1, Ankara Haziran 1997, s. 290-300
- ULUSOY** Ali, **Bağımsız İdari Otoriteler**, Ankara, 2003 (anılış; Bağımsız İdari Otorite)
- ULUSOY** Ali, “Regülasyon Kurumları Hakkında Genel bir Değerlendirme”, **Günüşğında Yönetim**, ÖZAY İlhan, 2002, İstanbul, s. 139, 151 (anılış; Regülasyon)
- ULUSOY** Erol, **Ticari Örf ve Adet Hukuku**, İstanbul 2001 (anılış; Ticari Örf ve Adet)
- UYSAL** Tolga / **ŞENLİK** Mehmet, **Genel Muhasebe**, Ankara 2008
- ÜLGEN** Hüseyin, “Ticaret Şirketlerine Sermaye Olarak Konulan Mülkiyet ya da Mevcut ya da Tesis Edilecek Diğer Aynı Hakların Tescilini Kim/Kimler İsteyebilir?”, **İktisat ve Maliye**, C. XXXII, Sayı 1, 1985, s. 61-64
- ÜNAL** Oğuz Kürşat, “Gayrimenkul Sertifikaları”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt:IX, Sayı:1-2, Haziran-Aralık 2005, s. 1-9 (anılış; Gayrimenkul Sertifikaları)
- ÜNAL** Oğuz Kürşat, Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, Ankara 2005 (anılış Sermaye Piyasası)
- VATANSEVER** Nursen, “Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Uygulaması”, **Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Cilt I, Sayı 1, 2000, s. 259-273
- WILSON** Patrick / **ZURBRUEGG** Ralf, “*International Diversification of Real Estate Assets – Is it Worth it? Evidence from the Literature*” **University of Technology Finance and Economics Research Newsletter**, Sidney 2003
- YASAMAN** Hamdi, “Finansal Hizmetler Kanunu Tasarısı Uyarınca Bankaların Yönetimi ve Kurumsal Yönetim”, **Banka Hukuku İle İlgili Makaleler, Hukuki Mütalaalar, Bilirkişi Raporları**, İstanbul 2005, s. 14-34 (anılış; Kurumsal Yönetim)
- YASAMAN** Hamdi, **İsviçre ve Fransız Hukukunda Yatırım Fonları ve Türk Hukukunda Uygulanma İmkânları**, İstanbul 1980 (anılış; Yatırım Fonları)
- YASAMAN** Hamdi, **Menkul Kıymetler Borsası Hukuku**, İstanbul 1992 (anılış; Borsa)
- YASİN** Melikşah, **Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri**, Ankara 1992

YÜCEŞAHİN M. Murat / **BAYAR** Rüya / **ÖZGÜR** E. Murat, “Türkiye’de Şehirleşmenin Mekansal Dağılışı ve Değişimi”, **Ankara Üniversitesi Coğrafi Bilimler Dergisi**, Sayı 2 (1), Ankara 2004, s. 23-39

Yararlanılan Kaynaklar

“Beyond “Independent” Directors: A Functional Approach to Board Independence”, Note, Harvard Law Review, Vol. 119, 2006, s. 1553-1575 (anılış; Independent Directors, Harvard Law Review)

Devlet Planlama Teşkilatı, Dokuzuncu Kalkınma Planı 2007-2013, Yerleşme – Şehirleşme, Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Ankara 2007 (anılış; DPT 9. Kalkınma Planı, Yerleşme – Şehirleşme)

Halka Arz ve İMKB’de İşlem Görme Rehberi, çevrimiçi:

http://www.imkb.gov.tr/halka_arz.htm

Hein Online literatür bankası, çevrimiçi: <http://heinonline.org/>

Kazancı İçtihat Bankası, çevrimiçi: <http://www.kazanci.com.tr>

Swisslex literatür bankası, çevrimiçi: <https://www.swisslex.ch>

Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri, Sermaye Piyasası Kurulu Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçığı No:8, Ankara

ÖZGEÇMİŞ

Deniz Ergene 1983 yılında Erzurum'da doğmuştur. Lise eğitimini, 2001 yılında İzmir Saint Joseph Fransız Lisesi'nde tamamlayan Ergene, aynı yıl girdiği Galatasaray Üniversitesi'nde hukuk fakültesi eğitimine başlamıştır. Ergene, 2005 yılında değişim programı ile gittiği Paris Panthéon Sorbonne Üniversitesi Hukuk Fakültesi'ndeki bir dönemlik eğitimi başarı ile tamamlayıp, 2006 yılında Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi'nden mezun olmuştur. Yine 2006 yılında kabul edildiği Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nde özel hukuk üzerine yüksek lisans eğitimi görmeye başlayan, Ergene, Fransızca, İngilizce ve Almanca dillerini iyi derecede bilmektedir.

TEZ ONAY SAYFASI

ADI SOYADI	Deniz ERGENE
ENSTİTÜ ADI	Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
BÖLÜM	Özel Hukuk Tezli Yüksek Lisans Programı
TEZİN BAŞLIĞI	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Société d'Investissement Immobilier
TEZ DANIŞMANI	Prof. Dr. Hamdi YASAMAN
SAVUNMA TARİHİ	22 Ocak 2010

JÜRİ ÜYELERİ

Prof. Dr. Hamdi YASAMAN

Prof. Dr. Mehmet BAHTİYAR

Yard. Doç. Dr. Ali DURAL

ENSTİTÜ MÜDÜRÜ

Prof. Dr. Mehmet BOLAK