

ÖZET

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI

KAÇIRA, Fatma Betülay

Özel Hukuk Yüksek Lisans Programı
Tez Danışmanı:
Yrd.Doç. Dr. Emin Cem KAHYAOĞLU

Mayıs,2008,164s.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ülkemizde uzun bir geçmişe sahip olmamakla beraber, yeni ve güvenilir bir yatırım alternatifi olarak yatırımcılara sunulmuştur. Özellikle ülkemiz insanın gayrimenkule olan tutkusu göz önünde bulundurulduğunda yatırımcı için doğru yatırım adreslerinden biri olmuştur.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, taşınmaz varlıkların, menkul değerler haline getirilmesi ve bu varlıkların ekonomik değerler olarak bölünebilir ve kolaylıkla el değiştirebilir hale gelmesini sağlayan kurumlardır. Aynı zamanda gayrimenkule dayalı yatırımda bulunmak isteyenlere, yatırımda çeşitleme yapmak imkanı vermekte ve gayrimenkul alanında büyük yatırımlara ortaklık yolu ile fon sağlarken, belli bir gayrimenkul üzerindeki ferdi yatırım riskini azaltma hatta ortadan kaldırmaktadır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ülkemizde esasları Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çıkarılan tebliğ ile düzenlenen, anonim ortaklık şeklinde örgütlenmesi zorunlu olan, 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 sermaye piyasası kurumlarıdır.

Çalışmamızda öncelikle gayrimenkul yatırım ortaklıklarının tarihçesine değinilmiş özellikle doğduğu ülke olan Amerika'daki tarihsel gelişimi anlatılmış ardından kuruluş esas ve işlemleri belirtilmiştir. Ortaklığın faaliyetlerinin hukuksal açıdan incelendiği üçüncü bölümde ülkemiz açısından yeni olan, uzun vadeli konut finansman sistemi (mortgage) bakımından ortaklığın rolü ortaya konmuş ve son olarak dördüncü bölümde ortaklığın tabi bulunduğu mevzuata aykırılık durumları ve yaptırımları genişçe irdelenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Gayrimenkul, Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler, Yatırım

ABSTRACT

REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS

KACIRA, Fatma Betulay

Private Law LL.M.

Thesis Consultant:
Ass. Prof. Dr. Emin Cem KAHYAOĞLU

May, 2008, 164 pages.

Although the Real Estate Investment Trusts (REIT's) do not have a long historical background, they have been presented as a new and dependable investment alternative to the investors. Especially when the Turkish individuals' passion of real estate is taken into consideration, they have been true directions of investment.

The REIT's are corporations who enable the conversion of real estates into movable goods and thus convert them into dividable and easily transferable economical values. They also give the investors the opportunity to make diversification and they reduce or even abolish the personal investment risk while providing the large investments with funds via the mechanism of a corporation in the real estate field.

In our country the REIT's are capital market establishments which are regulated with the announcement issued by the Turkish Capital Market Authority, which have to be established in the form of a joint stock company and which are entitled to make investment in real estates, capital market instruments concerning real estates, real estate projects, rights and concerning real estates, which can be founded as ordinary partnerships to realize certain projects and which are entitled to involve into activities allowed by the Announcement issued by the Turkish Capital Market Authority.

In this thesis the historical background of REIT's is touched with having mentioned especially about the historical development in U.S. where the term was born and founding principles and procedure of REIT's. In the third section where the activities of REIT's are handled from a legal point of view, the role of the REIT's in the new long-term residence financing system of mortgage is introduced. Finally in the fourth section the contradictions to the governing law and consequences are mentioned.

Key words: Real Estate, Capital Market, Securities, Investment

GENEL OLARAK KONUNUN SUNUMU

Az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelerde halihazırdaki sermaye yatırımlara yönlendirilemediğinden finansman kaynağı sıkıntıları yaşanmaktadır ve bu durum ekonomik gelişmeyi engelleyici bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu sorunu aşabilmek, tasarruf ve sermaye birikiminin yeterli olması şartına bağlıdır. Finans sektörü bu anlamda ekonominin itici gücü olma özelliğini korumaktadır. Zira finans sektörü tasarruf sahiplerinin birikimlerini ekonomiye kazandırmak ve yatırıma dönüşmesini sağlamaktadır Bunun için de güçlü mali piyasaların oluşturulması gerekmektedir. Sözü edilen piyasalar, mali yönden güçlü kişi ya da kurumların nakit fazlalıklarının değerlendirilebilme imkanı yanında; nakit ihtiyacı olan kişi veya kuruluşlara da düşük maliyetli kaynak imkanı tanımaktadır.

Gayrimenkul sektöründe ise finansman sıkıntısı daha çok hissedilmektedir. Çünkü gayrimenkul yatırımları yüksek değerli yatırımlardır ve bunları karşılayacak büyük kaynaklara ihtiyaç duyulmaktadır. Bunun yanında gayrimenkul yatırımlarına finansman sağlayacak araçların kısıtlı olması ve gayrimenkulların menkul kıymetleştirilmesinde gerekli hukuki ve kurumsal alt yapı eksikliğinin de bunda önemli payı vardır. Gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesi, sabit değerler olan gayrimenkullerin likit haline getirilmesi ve ekonomiye kazandırılmalarıdır.

Menkul kıymetleştirme süreci, benzer nitelikteki alacakların bir havuzda toplanması ve bu havuzu temsil eden menkul kıymetlerin ihracı, yatırımcılara bu havuzdaki alacak ve faizlerin teminat gösterilmesi ve fon sağlanmasıdır. Gayrimenkullere dayalı menkul kıymetleştirme aşamaları ise, gayrimenkulden oluşan bir portföyün oluşturulması, bağımsız uzman kurumlarının portföydeki gayrimenkullerin değerlemesini yapması, portföydeki menkul kıymetlerin garanti altına alınması ve halka ihracı ile birlikte yeni ve düşük maliyetli fonların tekrar sisteme girmesi aşamalarıdır.

Yatırımların ve ekonominin canlılık kazanması amacıyla küçük yatırımcıların sermaye piyasalarına çekilmesi GYO'ların varlığına önem kazandırmıştır. Sermaye piyasası enstrümanlarının tamamı para ve sermaye piyasalarından oluşan finansal piyasalarda satılmaktadır. Bu araçlardan biri de GYO'dur. Çünkü GYO, portföylerinde asıl olarak gayrimenkulleri bulundursalar da bu yatırımlara ait riskleri de

barındırdıklarından, küçük yatırımcıların bütünüyle mülkiyetlerini hiçbir şekilde edinemeyecekleri değerlere ulaşan yatırımlar yapmalarını sağlamaktadırlar.

GYO tasarrufların yatırıma dönüşmesinde büyük rol oynamaktadırlar. GYO; gayrimenkul veya gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapmak şeklinde faaliyette bulunan özel portföy yönetimi kurumlarıdır.

Bu kurumların bir özelliği gayrimenkul, yani arazi ve bina gibi taşınmaz malları, menkul değerler haline getirmeleridir. Böylece taşınmaz malların güvenlik, süreklilik gibi özelliklerine, bölünebilirlik ve hareketlilik özellikleri kazandırılmaktadır. GYO sayesinde, gayrimenkul mülkiyeti ve gayrimenkul üzerindeki diğer aynı haklar, menkul değerler haline gelmekte; gayrimenkul ve ona bağlı söz konusu haklar; menkul kıymet (hisse senedi) ile temsil edilmiş olmaktadır. Böylece GYO, hem gayrimenkul, hem de menkul piyasalarında, kurumsal yatırımcı sıfatıyla , lokomotif bir rol oynamaktadır.

GYO'nun ekonomik açıdan önemli bir avantajı, büyük ölçekli gayrimenkul projelerine, iş merkezleri, siteler, hipermarketler gibi büyük yatırımların finansmanlarına kaynak sağlamalarıdır. Bu açıdan söz konusu ortaklıklar, finansman aracı olarak da mütalaa edilebilirler.

GYO sağlam esaslara dayalı olarak kurulup çalıştırıldığında, ekonomiye çok yönlü faydalar sağlayan kurumlar haline gelmektedir. Atıl gayrimenkullerin değerlendirilmesi, büyük altyapı yatırımlarının finansmanı, sermaye piyasasına alternatif yatırımcı kazandırılması, gayrimenkul piyasasında kurumsal yatırımcı olmaları, mesken sektörü geliştirmeleri, inşaat sektörüne düzen ve disiplin getirmeleri sağladıkları faydalardan en önemlileridir.

Gayrimenkul yatırımı, gayrimenkul mülkiyetine bağlı her türlü kanuni haklar, menfaatler ve kazançları kapsamaktadır. Gayrimenkul sahibi, sadece toprağa ve binaya değil, aynı zamanda bir takım sınırlamalar içerisinde bunların sağladığı haklara da sahip olur. Bu haklar ve sınırları mevzuat ve içtihatlarla belirlenmekte dolayısıyla zaman içinde değişikliklere uğrayabilmektedir. Burada gayrimenkul piyasasının sürekli değişim özelliği ortaya çıkmaktadır. Bu açıdan gayrimenkul piyasasında ancak gelecekteki değişimlerin sağlayacağı imkanlar hakkında doğru tahminlerde bulunabilen ve buna göre hareket eden, uygulamalarını bu değişimlere göre yapan kişi ve

kuruluşlar kazançlı olacaklardır. GYO da portföyünde bulunan gayrimenkulleri, bunların değerlerini, değişimlerini tahmin ve tespit edebilecek bilgi ve tecrübeye sahip kuruluşlar tarafından değerlendirilmesini sağlar. GYO'ların portföylerindeki varlıklar dönemsel olarak ekspertiz şirketlerince değerlendirilerek sürekli piyasa değeri ile değerlendirildiğinden, yapılan yatırımın gerçek değerinin de doğru bir biçimde hesaplanması mümkün olmaktadır.

GYO yoluyla yatırımcılar, borsada GYO'nun hisse senetlerini satın alarak portföydeki gayrimenkullere küçük oranlarda iştirak edebilmektedir. Böylece hem portföydeki kıymetlerin yüksek rantından yararlanabilmekte hem de istedikleri zaman ortaklık hisse senetlerini borsada nakde dönüştürebilmektedirler. Ayrıca, ortaklığın gayrimenkul portföyünü uzman kişiler yönettiğinden gayrimenkul yatırımlarının uzman kişiler tarafından yapılması da sağlanmış olmaktadır.

Tüm bu saptamaların ışığında ülkemiz açısından yadsınamayacak bir gerçek sermaye piyasasının gelişmesindeki yetersizliktir. Tebliğler ile yürüyen bir alan olması hukuki alt yapının eksik olmasının yanı sıra yatırımların spekülatif işlemler yapan yatırımcıların elinde olduğunu ve ülkemizde gayrimenkule olan tutkunun ne denli büyük olduğunu düşünürsek yatırımcıların GYO'na yönelmesinin haklı gerekçesine ulaşmış oluruz. Zira GYO insanları yanıltmayıp, yatırımcıları bünyesinde bulunan uzman kişilerce kazançlı yatırımlara yönlendirmektedir.

GYO, bireyler için gayrimenkul yatırımlarında sadece sermaye piyasası içinde yer alan bir araç değil, aynı zamanda küçük yatırımcının tasarruflarının büyük yatırımlara kanalize edilmesini sağladığı için işin sosyal tarafında yer alan bir kurumdur. Tüm bu özelliklere sahip olması ve ülkemiz insanının gayrimenkul yatırımlarına verdiği önem sebebi ile "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları" çalışma konusu olarak seçilmiştir.

Çalışmamın ilk bölümünde GYO'nun tarihçesi ve farklı hukuk sistemlerindeki doğuşu, hangi hukuki kurallara dayandığı ve hukuki nitelikleri ile ana unsurları ayrıntılı bir biçimde anlatılacaktır.

GYO'ların özellik arzeden anonim şirket olmasını da göz önünde bulundurarak kuruluş esasları ve işlemleri ikinci bölümde incelenmiştir.

Üçüncü bölümde ise, GYO'ların faaliyetleri özellikle portföy işletmeciliği faaliyeti ayrıntılı bir biçimde incelenecek olup, portföy işletmeciliğini etkileyen kazandırıcı işlemler eşya hukuku ile ilişkilendirilerek irdelenecektir. Ardından GYO'ların sermaye piyasası araçlarına yatırım yapma faaliyetleri ve menkul kıymetleştirmedeki rolü anlatılacaktır. Konut finansmanı açısından GYO'nun önemli rolüne de bu bölümde değinilecektir.

Son bölümde GYO'nun yasal düzenlemelere uymamaları ve bu konudaki yaptırımlar üzerinde durulup çalışma sonlandırılacaktır.

II-TARİHÇESİ

GYO'larının ilk ortaya çıktıkları zamandan bugüne kadar geçirdiği siyasi, ekonomik ve hukuki gelişmeler Amerika Birleşik Devletleri ile Kıta Avrupa'sında eş zamanlı değildir. Bu yüzden GYO'ların tarihçesini iki temel ayırırda incelemekte yarar vardır.

A-Amerika Birleşik Devletleri' nde

Amerika Birleşik Devletleri' nde geçerli olan hukuk sistemi Common Law'a dayalı iş ortaklıkları 19.yüzyılda çeşitli yatırım faaliyetlerinde kullanılmış ve büyüyen gayrimenkul endüstrisinden kazanç sağlamak için The Massachusetts Trusts adıyla ilk örgütlenmeler ile gündeme gelmişlerdir¹.O dönemde iş ortaklıklarının tüzel kişilikleri bulunmadığından şirketlerin tabi oldukları kurallara tabi değillerdi. Şirket olarak kabul edilmemelerinin en büyük avantajı vergiden muaf tutulmalarında kendini gösteriyordu². Bir yandan da bu dönemde ABD'de şirketlerin gayrimenkula yatırım yapmaları ve gayrimenkul mülkiyetini kazanmaları kanunlarca kısıtlanmış olduğundan, yatırımcılar iş ortaklıkları şeklinde örgütlenmek suretiyle gayrimenkul yatırımı yapmaya başlamışlardır. İlk zamanlarda sadece Boston'da küçük bir piyasada faaliyet gösteren ortaklıklar, yıllar içinde batıdaki eyaletlere doğru genişlemelerini sürdürmüşlerdir.

1935 yılında ABD Üst Mahkemesinin "*Morrissey v. Commissioner*" davasında verdiği kararla, vergi muafiyeti için ortak bir girişim olması, iş yapma amacı devamlılık

¹ BOOTH, Rachel, Real Estate Investment Trusts-A Global Analysis, London 2006, s.1

² GARRIGAN, Richard T./ Parson, John F.C, Real Estate Investment Trusts Structure Analysis and Strategy, New York 1998, s. 83

kıstaslarını belirlemiştir³. Bu kararlar gayrimenkul yatırım ortaklıkları gerileme dönemine girip, neredeyse isimleri dahi unutulmuştur.

GYO'na ilişkin ilk kanuni düzenleme 1960 yılında Ulusal Gelir Kanunu'nda (Internal Revenue Code-IRC) yapılan değişikliktir⁴. Yapılan değişiklikle GYO(Real Estate Investment Trust-REIT) olmanın esasları düzenlenmiş, GYO faaliyetlerinin sınırları çizilmiştir. Bu düzenlemenin amacı da; küçük yatırımcıyı koruyan GYO'nun, vergiden muaf tutulmaları idi.⁵ Ancak dönem başkanının değişiklik teklifini reddetmesi üzerine, kongre tarafından uzun çalışmalarla ikinci kez sunulan ve GYO'na ilişkin katı ticari vergi mevzuatının yumuşatılması ile ilgili hükümler içeren tasarı, 1960 yılında kanunlaşmıştır. GYO'na bir yandan vergi muafiyetleri tanınırken bir yandan da faaliyetleri ile ilgili yasaklamalar getirilmiştir. Düzenlemeyle birlikte artık GYO, kendileri bir projeyi ve işi yönetemeyerek, gayrimenkullerin yönetimini de bağımsız bir tarafa yaptırmak zorundaydılar⁶.

GYO 1970'li yıllarda ilk kez Sermaye Piyasasında işlem görmeye başladıklarında işlemleri suiistimallere maruz kalsa da yatırımcılarına yüksek düzeyde kazanç sağlamayı başarabildiler.

GYO 1986 yılında Vergi Reformu ve 1987 yılında IRC de yapılan değişikliklerden sonra adeta yükselme dönemine geçtiler ve büyük bir gelişme göstermişlerdir. Bu değişikliklerle GYO'nun yönetim esaslarında önceki düzenlemenin tam karşısında bir düzenleme yapılmıştır. Buna göre GYO artık sahip oldukları gayrimenkulleri kendileri yönetebilecek ve kiracılarına rutin gayrimenkul yönetim hizmetlerini verebilmişlerdir. Ayrıca bu düzenleme, GYO'na gayrimenkul yönetim hizmetlerini yerine getirecek yan kuruluşlar kurma ve hisselerinin tamamına sahip olma imkanı da tanımıştır. Hukuksal koruma alanı genişletilen GYO artan sermayelerini kısa vadeli yatırıma yönlendirme olanağına da bu düzenleme ile sahip olunca yönetim artık GYO'nun eline geçmiştir. Bugünkü GYO'nun da etkili ve başarılı portföy yönetiminde bu değişikliğin önemi büyüktür. Böylece GYO gayrimenkulleri alıp, satan, yöneten, kiralayan, elinde tutup,

³ GARRIGAN, a.g.e, s. 35

⁴ BOOTH, a.g.e, s.1

⁵ BLOCK, Ralph L., Investing In REIT's, s.50

⁶ AKÇAY, Belgin, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Ankara 1999, s. 40-41, MULLANEY, John A., Building Profits with REIT's, USA 1997, s.9

islah eden ve projeler gerçekleştiren; yönetimini kendi elinde tutan donanımlı şirketlere dönüşmüşlerdir⁷.

GYO halka açık ya da özel girişim olarak örgütlenebilme imkanına sahiptir. Halka açık GYO menkul kıymet borsalarında kaydolarak, halka menkul kıymet ihracı yapma şeklinde faaliyetlerini yürütürken; özel girişimler ise faaliyetlerini müşterek mülkiyet ilkeleri uyarınca ya da kurumsal yatırımcılar marifetiyle yürütürler⁸.

GYO hukuksal olarak ise, anonim ortaklık ya da kurumlar vergisine tabi iş ortaklıkları şeklinde örgütlenerek faaliyette bulunabilirler. Her iki yapılanma kazanç sağlama amacıyla faaliyet yürütmeye uygun olsa da uygulamada sık karşılaşılan anonim ortaklık şeklinde örgütlenmedir⁹.

Günümüz ABD'sinde GYO yaşamın her alanına yaygın, uzman, kuruluş amaçlarına odaklanmış, geniş portföylere sahip ve portföyünü kendisi yöneten uzman kurumlar haline gelmiş ve finans dünyasında çok önemli bir yere sahip olmuşlardır.

B-Almanya'da

Kıta Avrupası'nda GYO gelişimi incelendiğinde, Birinci Dünya Savaşı'ndan sonra sanayisini güçlendirme gayretinde olan Almanya ihtiyaç duyduğu sermayeye ulaşmak ve dış borçlanma ile kaynak yaratmak istememesinden dolayı yatırım ortaklıklarına başvurmak istemiş ve ABD'deki başarılı uygulamaları örnek almıştır. İlk yatırım ortaklığı 1923 yılında sermaye birliği şeklinde kurulmuştur. Bu oluşumunda amacı vergi muafiyetinden yararlanmaktır. Zira Alman Yatırım Ortaklıkları da zaman içinde yapılan düzenlemelerle kurumlar vergisinden ve ticari işletme vergisinden muaf tutulmuşlardır¹⁰.

Alman Hukukunda yatırım ortaklıklarına ilişkin 1957 yılında yapılan ilk kanuni düzenleme ile; temel ilkeler ortaya konarak, tasarruf sahiplerinin haklarının teminat altına alınması amaçlanmıştır. Yatırım Ortaklıklarının Alman finans piyasaları içindeki önemli yeri ve gelişmekte olan bir kurum olması nedeni ile yeni bir düzenlemeye ihtiyaç duyulmuş, Alman Yatırım Ortaklıkları Kanununda önemli değişiklikler yapılmıştır. Bu

⁷ FASS/SHAFF/ZIEF, Real Estate Investment Trusts Handbook, USA 2007, s.1-28, BLOCK, a.g.e, s.128-129

⁸ MULLANEY, a.g.e, s.4

⁹ FASS/SHAFF/ZIEF, a.g.e, s.3-13, MULLANEY, a.g.e, s.4

¹⁰ VURAL, Güven, Yatırım Ortaklıkları, Ankara, 1978, s.46;

değişikliklerde Amerikan ve İngiliz kanunları baz alınmış, Alman hukuk sistemi ile söz konusu ülkelerdeki hukuk kurumları bağdaştırılmaya çalışılmış, Almanya için faydalı diğer ülkeler için de örnek bir düzenleme oluşturulmuştur¹¹.

Bu düzenlemeye göre de, yatırım ortaklıkları anonim ortaklık ya da limited ortaklık olarak kurulabilecekler, portföylerinde menkul ya da gayrimenkul değerler bulundurabileceklerdir. Bu değerlerden oluşan portföy, ortaklık adına ve fakat yatırımcılar hesabına riskin dağıtılması ilkesiyle yönetilecek ve bu güvenilir kişi olan yönetici ortaklığa bırakılacaktır. Yönetici ortaklığın görevi; riskin dağıtılması ilkesini de göz önünde bulundurarak, gelir elde etme amacına uygun olarak, kazançlı yatırımlar yapmak, gelir getiren bir portföy oluşturmak ve bu portföyü işletmektir¹².

Ortaklığın malvarlığı ise portföyden tamamen bağımsızdır. Bağımsızlıkla amaçlanan, ortaklığın ekonomik olarak zarar görmesinden yatırımcıların etkilenmesini engellemektir.

Alman yatırım ortaklıklarının çarpıcı ve farklılık arz eden diğer bir yanı ise, portföyü yöneten ortaklığın yanında portföy bankasının bulunmasıdır. Güçlü bir devlet bankası olması gereken bu banka, portföyün denetimini yapmakta, her türlü tasarruf işlemi için onayı gerekmektedir. Bu üçlü ilişkide yegane gaye yatırımcının korunmasıdır¹³.

Alman yatırım ortaklıkları portföylerindeki gayrimenkullerin en az yılda bir kez değerlemesini yapacak bağımsız bir bilirkişi kuruluna sahip olmak zorundadırlar. Bu kurul gayrimenkullerin alımı ve devirlerde işlemin değerlemesini yapacaklardır¹⁴.

Almanya' da önemli birer kurumsal yatırımcı olan GYO gayrimenkul yatırımlarının yaklaşık %20sini gerçekleştirmişlerdir¹⁵.

¹¹ **AKSOY**, Murat Uğur, Yatırım Ortaklıklarının Almanya'daki Gelişimi ve Kuruluşu, İktisat ve Maliye Dergisi, C. XXI, S.1, s. 66-67

¹² **BOOTH**, a.g.e, s.4

¹³ **AKSOY**, a.g.e., s.68, **VURAL**, a.g.e, s.48

¹⁴ **BELEN**, Herdem, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Faaliyetlerinin Medeni Hukuk Açısından Değerlendirilmesi, İstanbul 2002, s.21

¹⁵ **AKSOY**, a.g.e., s.68, **VURAL**, a.g.e, s.48

C- Türkiye' de

Ülkemizde gayrimenkul yatırımının insanlar için önemi ve gayrimenkul yatırıma olan tutku göz önünde bulundurulduğunda GYO'nun önemini ortaya koymak daha da kolaylaşacaktır.

Ülkede yaşanan ekonomik istikrarsızlık, sosyal güvencenin yetersiz olması, hazine arazilerinin gecekondulaşmasını ve beraberinde çarpık kentleşme sonucunu doğurmuştur. Çarpık kentleşmenin sebep olacağı felaketler ülkede yaşanan doğal afetlerde kendilerini çok acı göstermişlerdir.

Tüm bu sebepler göz önünde bulundurulduğunda gayrimenkul yönetiminin ciddi ve konusunda uzman kişi ve kurumlarla yapılması gerektiği sonucuna ulaşılmaktadır. Gayrimenkul yatırımlarının yüksek maliyetli ve ciddi vergi yükünü beraberinde getirmesi ve bunun karşılanması için en yaygın yöntem olan banka kredilerinin, geri ödemelerinin ve faiz yükünün yüksek oluşu yatırımcıları bu uygulamadan uzaklaştırmaktadır. Bunun çözümü gayrimenkullerin kurumsallaştırılmasında ve menkul kıymetleştirilerek finansman sorununun aşılmasında yatmaktadır. Bu noktada devreye GYO girmektedir¹⁶.

Ülkemizde modern anlamda sermaye piyasasının kuruluşu ve hukuki alt yapının hazırlanması ilk defa 1.Beş Yıllık Planda öngörülmüş ve 1962' de Sermaye Piyasası Etüdü ile başlanan çalışmalar, 1982 yılındaki Sermaye Piyasası Kanunu'nun yürürlüğe girmesine kadar devam etmiştir¹⁷. Ancak Sermaye Piyasası Kanunu 1970'lerden itibaren meclise dönem dönem tasarı olarak sunulmuştur. Fakat bu süre içinde dünyadaki ve ülkemizdeki gelişmeler göz önünde bulundurulmaksızın kanunlaştığından; bazen çelişkili, anlaşılamayan hükümleri de ihtiva etmektedir. Bunun üzerine 1992 yılında SPK' nun 37. maddesi 3794 sayılı kanunla değiştirilmiştir. Böylece Beşinci Bölümün adı "Sermaye Piyasası Faaliyetleri ve Sermaye Piyasası Kurumları" olarak değiştirilmiş, kanun daha sistematik bir hal almıştır¹⁸.

¹⁶ AKÇAY, Belgin, Yeni Tebliğ İle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Son Durum, Finans Dünyası Dergisi, Şubat 1999, s.110

¹⁷ ÜNAL, Oğuz Kürşat, Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, Ankara 2005,s.13

¹⁸ SUSAR, Özkan, Tüm Yönleriyle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Ankara 2004, s.30

GYO'na özel ilk kanuni düzenleme ise, Seri:VI No:7 sayılı "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile yapılmıştır. Ardından bu düzenlemede de köklü değişiklikler yapılarak; bugün hale yürürlükte olan, Seri:VI No:11 sayılı Tebliğ çıkarılmıştır.

Bu değişikliklerden sonra hukuki alt yapısı oluşturulan GYO'nun ilki 1995 yılında kurulmuş, 1997 yılında halka açılmıştır¹⁹.

Özellikle gelişmiş olan ülkelerin sermaye piyasalarında çok uzun bir geçmişe sahip olan GYO ülkemizde kısa bir geçmişe sahip olmakla birlikte bir takım sorunlarla karşı karşıya bulunmaktadır. GYO'nun en önemli sorunlarından biri olan yüksek enflasyon ve faiz ortamı nedeniyle kullanımı mümkün olmayan uzun vadeli kredilerde itfalarında yaşanan sıkıntı göze çarpmaktadır. Ekonomik büyümeye katkı sağlayan sektörlerin başında gelen gayrimenkul sektörünün, enflasyon ve faizlerin düşmesi ile birlikte portföy yapılarındaki değişiklikler dikkat çekicidir. Ernst&Young tarafından yayınlanan "Küresel GYO Raporu 2007'de"²⁰ Türkiye, yüzde 24.33'lük toplam getiri oranıyla toplam getiri oranı bakımından 15 ülke içinde 9. sırada yer aldı. Söz konusu getiri oranı ile Türkiye sıralamada ABD, Hollanda, Belçika, Hong Kong, İngiltere gibi ülkeleri geçti. 15 olan GYO sayısı ile dünyada 8. sırada olan Türkiye, pazar büyüklüğü bakımından ise 1 milyar 747 milyon dolar ile 13. sırada yer alıyor. Günümüzde ise İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 15 adet GYO mevcuttur. Halen şirketlerin GYO olmak için başvuruları sürmektedir²¹.

II-HUKUKİ DAYANAĞI VE TABİ OLDUĞU MEVZUAT

GYO'nun hukuki alt yapısı, ortaklık olmaları açısından ve örgütlenme biçimleri Türk Ticaret Kanununda tanımlanan anonim ortaklıklara dayandığından öncelikle genel kanun olan TTK'na bağlıdırlar. Halka açık anonim şirket olma vasfından dolayı da Sermaye Piyasası Kanunu'na ve buna bağlı olarak yapılan düzenlemelere ve faaliyetleri ile ilgili menkul kıymet ihracının konusu menkul kıymet ve portföylerinde bulunan gayrimenkuller eşya hukuku kurumlarıdır ve Medeni Kanun hükümlerine

¹⁹ http://www.gyoder.org.tr/images/content/ISTANBUL_2004_I.%20yari.doc , 01.02.2008

²⁰ <http://www.emlakkulisi.com/haber.asp?id=20930>, 08.02.2008

²¹ **ALP/YILMAZ**, Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi, İstanbul 2000,s.4 v.d, **AKÇAY**, Belgin, Yeni Tebliğ İle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Son Durum, Finans Dünyası Dergisi, Şubat 1999, s.104-105

bağlıdır. Yatırımcılarla ortaklık arasında sözleşmesel bir ilişki mevcut olduğundan bu ilişkiler ise Borçlar Kanunu hükümleri ile şekillenirler.

A-Sermaye Piyasası Kanunu

GYO hukuki dayanaklarını SPK'nda 29.04.1992 tarih ve 3794 sayılı Kanun ile yapılan değişiklikten sonra, kanunun 32.maddesinde bulmuştur. SPK'nun "Sermaye Piyasası Kurumları" başlıklı ilgili maddesinde; aracı kurumlar, yatırım ortaklıkları, yatırım fonları ve Sermaye Piyasasında faaliyet göstermesine izin verilen diğer kurumlar, düzenlenmiştir.

GYO bir yatırım ortaklığı türü olduğundan hukuki dayanağı SPK'nun 32.maddesinin b bendinde bulur. Yatırım ortaklıklarının faaliyet sınırlarını da belirten tanımı ise SPK 35.maddede yapılmıştır. Buna göre:

"Yatırım ortaklıkları sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklardır. Bu portföyler müstakilen bu unsurlardan oluşabileceği gibi, karma da olabilir.

Bu ortaklıkların kuruluş izni alabilmeleri için 30 uncu maddenin birinci fıkrasının (f) bendinde belirtilen portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere Kurula başvurmaları şarttır. Yatırım ortaklıklarının portföy işletmek dışında yapabilecekleri faaliyetler Kurulca düzenlenir."

Faaliyetlerin sınırı kurulun belirlediği tebliğler ile belirlenmekte olup anonim ortaklık şeklinde kurulacak GYO'nun Kuruluş ve Faaliyet Şartları ise aynı SPK başlıklı 36. maddede düzenlenmiştir. Buna göre;

"Yatırım ortaklıklarına kuruluş ve faaliyet izni verilebilmesi için;

- a) Kayıtlı sermayeli olarak anonim ortaklık şeklinde kurulmaları,*
- b) Başlangıç sermayelerinin Kurulca belirlenen miktardan az olmaması,*
- c) Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması,*
- d) Ticaret unvanlarında Yatırım Ortaklığı ibaresinin bulunması,*

e) Esas sözleşmelerinin bu Kanun hükümlerine uygun olması,

f) Kurucularının müflis olmadığına veya yüz kızartıcı bir suçtan dolayı hükümlülüklerinin bulunmadığına tespit edilmiş olması,

gerekir.

Yatırım ortaklıklarının, portföylerinde bulunduracakları kıymetler itibarıyla türleri, değerlendirme esasları, portföy sınırlamaları, yönetim ilkeleri, kar dağıtım esasları, saklama usul ve esasları, tabi olacakları yükümlülükler ve tasfiye ile sona ermelerine ilişkin esaslar Kurul tarafından belirlenir.

Ek: 15/12/1999 - 4487/16 md.) 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 Kanunu'nun 404 üncü maddesi²² hükmü uygulanmaz.”

Portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunan GYO, Sermaye Piyasası Kurumlarından biri olduğu için 36.maddede sayılan koşullara sahip olmalıdır. Yatırım ortaklıklarının türleri ve portföyün içeriğinin ne olduğu SPK'da belirtilmemiş olup, GYO'na ilişkin ayrıntılı düzenleme tebliğler ile yapılmıştır.

B-Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği

GYO hukuki dayanağını SPK'nun 33-36 maddesinde bulsa da, bu maddelerde ortaklığın örgütlenme biçimi, esasları belirtilmiş, faaliyet konuları genel olarak sayılmış, içeriğin düzenlenmesini Kurul'a bırakılmıştır. Kurul, çıkarttığı tebliğler ile GYO ile ilgili ayrıntılı düzenlemeler yapmıştır.

“GYO” ifadesi mevzuatta ilk defa açıkça Seri: VI No: 4 sayılı “Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” nde telaffuz edilmiş olup²³, Tebliğin 1.maddesinde “.....gayrimenkul yatırım ortaklıkları hariç....” şeklinde kapsam dışında tutulmak suretiyle belirtilmiştir. GYO ile ilgili ilk düzenleme ise, 22.07.1995 tarih, 22351 sayılı

²² **Madde 404** - Ayın karşılığı olan hisse senetlerinin şirketin tescilinden itibaren iki yıl geçmeden başkalarına devri hükümsüzdür.

²³ **SUSAR**, a.g.e, s.32

Resmi Gazete’de yayımlanan Seri: VI No:7 sayılı “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” dir. Bu Tebliğ de . GYO tebliğ in 16. maddesinde tanımlanmıştır. Buna göre; GYO “*gayrimenkuller ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyü işleten ve gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapan sermaye piyasası kurumlarıdır*”. Bu maddede belirtilen gayrimenkuller bina, arsa, arazi olup, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları ise, gayrimenkul sertifikaları ve konut kredileri karşılığında ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler gibi sermaye piyasası araçlarıdır. Tebliğ GYO’nın faaliyet konularını ve yatırım alanlarını sınırlandırmıştır.

Bu Tebliğ, uygulamada yetersiz kalarak bir takım aksamalara sebep olduktan sonra piyasadan gelen istek üzerine, 8 Kasım 1998 tarihinde aynı isimdeki Seri: VI No:11 sayılı Tebliğ in yürürlüğe girmesiyle, Ek Tebliğ ile birlikte mülga olmuştur. Bu düzenleme ile amaçlanan önceki tebliğlerin yarattığı uygulamadaki eksikliklerin giderilmesi, yatırım ve portföy sınırlandırmalarının genişletilmesi, GYO’nın belirlenen hedefler doğrultusunda kuruluşlarının sağlanması ve performanslarını artırılması suretiyle GYO’nın yaygın hale getirilmesidir²⁴.

Tebliğ in 4/a maddesinde GYO’nın tanımı yapılmıştır. Buna göre; “*Bu Tebliğ ile belirlenmiş usul ve esaslar dahilinde, 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 sermaye piyasası kurumlarıdır.*”

Tebliğ GYO’ların hareket alanını oldukça genişletmiştir. Belirli bir projeyi gerçekleştirmek için adi ortaklık kurabilme imkanı verilmesi de bunlardan biridir. Başka bir deyişle bu Tebliğ ile birlikte GYO, bir projeyi gerçekleştirme söz konusu olduğunda GYO niteliklerine sahip olmayan herhangi bir anonim şirket limited şirket ile adi ortaklık kurarak projeyi birlikte gerçekleştirebilecektir. Tebliğ bir takım değişikliklere uğrasa da halen yürürlüktedir.

²⁴ **SUSAR**, a.g.e, s.33

C-Tebliğin Hukuk Kaynakları Arasındaki Yeri

Kurul tebliğler ile kural koyma yetkisini SPK'nun 22.maddesi son fıkraya hükmüne göre kullanır. Bu madde hükmüne göre:

“ Kurul yetkilerini, düzenleyici işlemler tesis ederek ve özel nitelikli kararlar olarak kullanır. Düzenleyici işlem niteliğindeki yönetmelik ve tebliğler, Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe konulur. Özel nitelikli kararlardan kamuoyunu ilgilendirenler, Kurulun haftalık bülteni ile ilgili kişi ve kuruluşlara duyurulur.”

Kurulun düzenlediği tebliğler hukuki nitelik itibariyle düzenleyici işlemlerdir. Düzenleyici işlemler ise yürütme organının kendisiyle norm koyduğu, yani genel, soyut, objektif hukuk kuralları ihdas ettiği işlemlerdir²⁵. Yürütme organının düzenleyici işlemleri ise dört grup altında toplanabilir: Kanun hükmünde kararname, tüzükler, yönetmelikler ve diğer düzenleyici işlemlerdir²⁶. Yürütme organı, düzenleyici işlem yapma yetkisini doğrudan doğruya Anayasadan almaktadır. Yürütme organının, düzenleyici işlem yapabilme yetkisi hem kanuna dayanmalıdır, hem de yaptığı düzenlemeler kanuna aykırı olmamalıdır. Yani kanun, yürütme organının düzenleme yetkisinin hem şartı, hem de sınırınıdır²⁷.

Tebliğlerin değiştirilmesi kolay ve çabuk olduğundan, gelişen ihtiyaçları karşılaması açısından önemlidir. Fakat sürekli değişen ihtiyaçları karşısında, sık sık değiştirilen tebliğlerin kanuna aykırı düzenlemeler getirmemesine özen gösterilmelidir. Tebliğler maddi hukuk kaynakları sıralamasında kanunlardan sonra geldikleri için genel hukuk ilkelerine ve emredici kurallara aykırı düzenlemeler getiremezler. Örneğin GYO için gayrimenkullere ilişkin resmi şekil zorunluluğunu kaldıramazlar, anonim ortaklık olarak kuruluşunda ise TTK'nın emredici hükümlerine aykırılık teşkil edemez²⁸. Aksi durumda hüküm bağlayıcı olmayacaktır. Ancak başka hiçbir yerde konusunda ayrıntılı düzenleme yapılmayan GYO tebliğlerle bağlıdır, kanunlarda düzenlenmeyen hususlar

²⁵ **GİRİTLİ/BİLGEN/AGÜNER**, İdare Hukuku, İstanbul 2001, s.799

²⁶ Kurulun görevleri doktrinde farklı sınıflandırmalara tabi tutulmuştur. GÜNAL; bu görev ve yetkileri düzenlemeye ilişkin, denetlemeye ilişkin, inceleme ve koordinasyona ilişkin olmak üzere 4 grubu ayırırken, TEKİNALP, kanunun tüm düzenlemelerini göz önünde bulundurarak daha ayrıntılı bir tasnif yapmıştır. Bazı yazarlar ise hiçbir ayrıma gitmeden kanunda sayılan görev ve yetkileri olduğu gibi saymışlardır. Bu konudaki tartışmalar için bkz. **YASİN**, Melikşah, Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri, Ankara 2002, s.132

²⁷ **GÖZLER**, Kemal, İdare Hukuku, Bursa 2003, s.1019

²⁸ **YASİN**, a.g.e, s.135

tebliğ ile getirilebilir. Zira GYO'nın hemen hemen her şeyi tebliğde ayrıntılı olarak düzenlenmiştir.

GYO kurum olarak tebliğ ile şekillendiğinden ve varlık nedenlerini tebliğde bulduğundan, faaliyette bulunmak istediğinde tebliğde sayılan koşulları yerine getirmek zorundadır. Başka bir deyişle; kurucular GYO kurma konusunda serbestçe karar verebilecekler, ancak ortaklığı kurmaya karar verdikten sonra, SPK ve GYO'nın esaslarını düzenleyen tebliğ hükümlerine uymak zorunda kalacaklardır. Tebliğ içeriğine uyma zorunluluğu, tebliğin GYO için koşul işlem durumunda olduğunun da bir göstergesidir. Koşul işlem, yarattığı hukuki durum göz önünde bulundurulduğunda bireyi bir hukuki duruma sokmak, veya ona yasal bir yetki vermek amacıyla yapılan işlemlerdir. GYO açısından durumu somutlaştıracak olursak; bir anonim ortaklık gerekli hazırlıklarını yaparak Kurula başvurup, başvurusu uygun bulununca, Bakanlığın izni ile GYO olarak hukuk alanında yerini bulacaktır. Bu durumu korumak istediği sürece, kendisi için koşul-işlem niteliğindeki tebliğ hükümlerine uygun davranacaktır²⁹.

D-Uygulanacak Hukuk Normlarının Sırası

Tebliğin 46.maddesi GYO 'na ilişkin kuralların uygulanma sırasını belirten başlıca hükümdür. Buna göre, *“Ortaklıklara ilişkin olarak bu Tebliğ’ de hüküm bulunmayan hallerde Kanun, TTK ve ilgili mevzuat hükümlerine uyulur.”* Burada belirtilen sıralama yanlış bir sıralamadır³⁰. Çünkü uygulanacak hükümlerin ilk sırasını hukukun emredici kuralları alır. Emredici kurallar birey iradesi ile değiştirilemeyen, geçerlilikleri kaldırılamayan hukuk normlarıdır. Bu tür kurallar kamu yararı, kamu güveni, temel ahlak ilkeleri, kişilik değerleri veya ekonomik, sosyal ve fiziksel açıdan güçsüz olanların çıkarlarını korumak için getirilmiş kurallardır³¹.

Aynı hususu düzenleyen iki kanun hükmünün çatışması durumunda, kanunlardan birisi genel kanun birisi özel kanun ise, asıl olan ve bağlayıcı olan özel kanunun uygulanmasıdır. Bu genel kanunun zımni ilgasıdır³².

²⁹ BELEN, a.g.e, s.37

³⁰ Aynı yönde görüş için bkz BELEN, a.g.e, s 39

³¹ OĞUZMAN/BARLAS, Medeni Hukuk, İstanbul 2007, s.62-63

³² AKINTÜRK, Turgut, Medeni Hukuk, İstanbul 2008, s.97

GYO açısından da öncelikle emredici kuralların uygulanması esastır. GYO olarak faaliyette bulunabilmek için anonim ortaklık şeklinde kurulmalı (SPK m.36/bent a), gayrimenkul satış işlemini resmi şekilde yapmalıdır(BK m. 213). Tebliğ açısından ise, GYO için koşul işlem niteliğinde olan tebliğ SPK'nın verdiği emirle, emredici nitelik kazanmaktadır. Herhangi bir uyuşmazlık durumunda ise, taraf iradeleriyle oluşturulan sözleşmeler uygulama alanı bulacaklardır. Bunlardan en önemlisi ortaklık esas sözleşmesidir. GYO için esas sözleşmenin önemi çok büyüktür. Çünkü GYO belirli alanda yatırımlar yapmak veya somut projeler gerçekleştirmek için kurulmuş olmasına göre esas sözleşmesi değişiklik arz edecektir. SPK, TTK hükümlerine göre özel düzenleme niteliğindedir ve GYO hakkında öncelikle SPK ve tebliğ hükümleri geçerli olacak, bunlarda hüküm olmayan yerlerde TTK hükümlerine müracaat edilecektir³³.

GYO'lar için önem arz eden diğer kanunlar ise; portföylerinde gayrimenkulleri bulunduracaklarından, Medeni Kanun, Borçlar Kanunu, Kat Mülkiyeti kanunları ile, kira faaliyetleri ile ilgili olarak 6570 sayılı Gayrimenkul Kiraları Hakkında Kanun, Finansal Kiralama kanunlarıdır. Bunlar GYO faaliyetlerine ilişkin olarak arttırılabilir.

V-ANA UNSURLARI

SPK ve tebliğler ile Ticaret Hukuku sistemine giren yeni kavramların bir tanesi de GYO'dur. GYO'nun ana unsurlarını beş başlık altında toplayabiliriz.

A-Anonim Ortaklık Şeklinde Kurulma

Anonim Ortaklıklar TTK'nun 269 maddesi ile 474. maddeleri arasında düzenlenmiştir. TTK m.269 anonim ortaklıkların tanımını yapmıştır. Buna göre;

“Anonim şirket, bir unvana sahip, esas sermayesi muayyen ve paylara bölünmüş olan ve borçlarından dolayı yalnız mamelekiyle mesul bulunan şirkettir.

Ortakların mesuliyeti, taahhüt etmiş oldukları sermaye payları ile mahduttur.”

Kanunen yasaklanmamış her türlü iştiğal konusu ile kurulabilecek olan anonim şirketlerin sermayesinin en az 50 bin YTL olması ve ortaklıkta pay sahibi en az beş kişi olması zorunludur. Anonim ortaklıklar aksine bir hüküm yoksa TTK hükümlerine tabidirler³⁴.

³³ BELEN, a.g.e, s.39-42

³⁴ POROY/TEKİNALP/ÇAMOĞLU, Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, İstanbul 2007, s.231

GYO'lar SPK madde 36/a ve Tebliğin 6. maddesinin A fıkrasının a bendinde belirtildiği üzere anonim ortaklık şeklinde kurulmalıdır. GYO'ların başka bir şirket türünde kurulmaları ve faaliyet göstermeleri mümkün değildir. Bu unsurun getirilme sebebi dünya uygulamaları göz önünde tutularak AO'ların sınırlı sorumluluk taşımaları ve pay sahiplerinin sadece katıldıkları payı riske atma özelliğidir³⁵. Bu şekilde GYO'lar bünyesinde büyük meblağların toplanmasına imkan sağlanmakta ve gayrimenkul finansmanında problemsiz bir araç olması sağlanmaktadır.

B- Halka Açık Olma

SerPK'nın 3. maddesinin g fıkrasında "*Halka Açık Anonim Ortaklık: Bu Kanunun uygulanmasında halka açık anonim ortaklık, hisse senetleri halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklardır.*" hükmüne yer vererek Sermaye Piyasası için temel olan bir kavramı açıklamıştır.

Halka arz; sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını; halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini; hisse senetlerinin borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini ; bu kanuna göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını ifade eder(SPK m.3c-2).Halka arzın ölçütünü sağlamak için ise SerPK'nın 4487 sayılı kanunla değişik 11. maddesi kullanılmaktadır. Madde metni ise şöyledir; "*Pay sahibi sayısı 250'yi aşan anonim ortaklıkların hisse senetleri halka arz olunmuş sayılır ve bu ortaklıklar, halka açık anonim ortaklık hükümlerine tabi olurlar.*"

Ortak sayısının ölçüt alınması doktrinde kanuna karşı hile yolunu açabileceği ve girişimcinin özgür iradesiyle çeliştiği düşüncesiyle tartışmalara yol açsa da baskın görüş SPK'nun denetimi dışında kalan ve ortak sayısı artan AO'ların, kanun kapsamına sokularak hem kamu hem yatırımcı menfaatinin korunduğu yönündedir.³⁶

Küçük tasarrufların toplanarak geniş ölçekli gayrimenkul yatırımlarında kullanılması, küçük tasarruf sahiplerinin de gayrimenkullerin yüksek getirisinden yararlanmalarının

³⁵ POROY/TEKİNALP/ÇAMOĞLU, a.g.e s.234

³⁶ SUSAR, a.g.e, s.36 vd.

sağlanması GYO'ndan beklenen işlevlerdendir. Mümkün olduğunca çok yatırımcıya ulaşarak kaynağın büyütülmesi ancak halka açılma yoluyla söz konusu olabilir. Öbür taraftan GYO 'nın portföy geliştirmek ve yeni projelere yatırım yapmak için ihtiyaç duyduğu kaynağa hisse senetlerini halka arz ederek ulaşacaktır. Tüm bu nedenlerle halka açık olarak kurulma GYO için vazgeçilmez zorunluluktur³⁷. Zira tebliğin 6. maddesinin A ve B bentlerinin b alt bentlerinde; *GYO'nun çıkarılmış sermayesinin asgari %49 oranındaki hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulmuş olmaları gerektiği* belirtilmiştir.

C- Kayıtlı Sermaye Esasına Göre Kurulma

TTK'nın Kıta Avrupası Hukuku etkisinde hazırlanmış olması AO'lar için sermaye artırılmasında veya azaltılmasında zorlu bir prosedür öngörülmesine neden olmuştur. TTK'nda benimsenen belirli sermaye sisteminin gereği olarak, TTK'nun 391.-395. maddelerinde düzenlenen sermaye artırımı için belirli formalitelerin yerine getirilmesi zorunlu olmuştur. Sınırlı sorumluluğu olan anonim ortaklıkta alacaklılar sadece ortaklığın malvarlığına başvurabileceklerinden ortaklık sermayesinin korunması amaçlanmıştır³⁸. Bunun için sermaye artırımı için, genel kurula yapılacak sermaye artırımı teklifine ilişkin yönetim kurulu kararı, Sanayi ve Ticaret Bakanlığının izni, genel kurulun onayı ve varsa imtiyazlı hisse senetleri sahiplerinin onayının alınması gereklidir.³⁹ Halka açık anonim ortaklık düşünüldüğünde bu sistemi uygulamak oldukça güç ve masraflıdır⁴⁰.

Bu masraflı ve zaman alıcı sistem Anglo Sakson hukukunda tamamen farklıdır. Bu sistemde "authorized capital" veya "registered capital" olarak adlandırılan kayıtlı sermaye sistemi uygulanmaktadır⁴¹. Kayıtlı sermaye sisteminde ortaklığın çıkarılmış sermayesi ve kayıtlı sermaye tavanı, ortaklık ana sözleşmesinde belirlenir. Yönetim kuruluna da hisse senedi çıkartarak ortaklık sermayesini bu tavana kadar yükseltme yetkisi verilir⁴².

³⁷ **ERTEN**, Ali, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, İktisadi Araştırmalar Vakfı Sempozyum Notları, İstanbul 1999, s.37-69

³⁸ **POROY/TEKİNALP/ÇAMOĞLU**, a.g.e, s. 231

³⁹ **POROY/TEKİNALP/ÇAMOĞLU**, a.g.e, s.730

⁴⁰ **VURAL**, a.g.e, s.112

⁴¹ **BOOTH**,a.g.e, s.67

⁴² **BAHTİYAR**, Mehmet, Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Arttırımı (Bahtiyar Kayıtlı Sermaye), İstanbul 1996, s.34, **VURAL**,a.g.e, s.112

Ülkemizde kayıtlı sermaye sistemi ilk kez 28.02.1960 tarih ve 7462 sayılı Kanunla Ereğli Demir Çelik Fabrikası T.A.Ş. için özel olarak çıkartılan aynı isimli kanunla uygulanmıştır.⁴³

TTK'nun bu masraflı sistemini gideren başka bir kanun da 1960 tarih ve 86 sayılı "Yatırımlar (Holding) Anonim Şirketine Bazı İstisna Ve Muafliklar Verilmesine Dair Kanun" olmuştur. Fakat bu kanunda bir taraftan kayıtlı sermaye sistemi benimsenirken, bir taraftan da sermaye azaltılmasının koşulları TTK'nun genel hükümlerine bırakıldığından, kendi içinde çelişkilere sebebiyet vermiştir⁴⁴.

1981 yılında SPK'nun kabul edilmesiyle SPK'ya tabi tüm şirketler için kayıtlı sermaye sistemine geçiş de kabul edilmiştir⁴⁵. Kayıtlı sermaye, Seri:IV No: 38 sayılı Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Esaslar Tebliği m.3te şu şekilde tanımlanmıştır: *"Ortaklıkların, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, yönetim kurulu kararı ile TTK'nun sermayenin artırılmasına dair hükümlerine tabi olmaksızın çıkarabilecekleri hisse senedi azami miktarını gösteren, Ticaret Sicili'ne tescil edilmiş sermayeleridir"*.

Kayıtlı sermaye sistemi, şirket yönetim kurullarına sermaye artırımlarında belirli bir serbesti verir. Şöyle ki, genel kurullarından arttırabilecekleri sermaye için bir sermaye tavanı kararı almasını isteyen yönetim kurulu, bu tavanı aşmamak kaydıyla, en az beş yıl içerisinde de o tavana ulaşmak kaydı ile, istediği zamanda, ister bir kerede ister bir kaç sermaye artırımını yoluyla, tavan miktarına kadar sermayelerini yükseltebilmektedirler. Böylece daha serbest ve hızlı hareket edebilen şirket ve yönetim kurulu, sermaye gereksinimi duyduğunda en kısa zamanda bu ihtiyacını giderebilme imkanına kavuşmaktadır .Şirketler kayıtlı sermaye sistemine genel kurullarının karar vermesi ve Kurul'un onaylaması durumunda geçebilmektedir; sisteme giriş ve çıkışlar SPK'nun tasarrufuna bırakılmıştır. Son yıllarda şirketler arasında gözlenen eğilim kayıtlı sermaye sistemine geçiş yönündedir. Bunun başlıca nedeni de şirket yönetim kurullarının her sermaye artırımını için genel kurulun onayına ihtiyaç duymayacak olmalarıdır⁴⁶.

⁴³ **SUSAR**, a.g.e, s.38

⁴⁴ **VURAL**, a.g.e, s.115,116

⁴⁵ **BAHTİYAR**, Kayıtlı Sermaye, s.60

⁴⁶ **BAHTİYAR**, Mehmet, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Kuruluş ve Faaliyetlere Geçiş Esasları, Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu'na 65. Yaş Günü Armağanı (Bahtiyar GYO), İstanbul 1999, s.73 vd., **ÇOLAK /ALICI** ,Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları: A'danZ'ye, Ankara 2001, s.39

Kayıtlı sermaye sisteminde, şirketlerin sermayesi için (finans literatüründe) “çıkarılmış sermaye” ve tavan miktarı için “kayıtlı sermaye tavanı” terimleri kullanılmaktadır. Çıkarılmış sermaye terimi türetildiği halde, uygulamada yerine “ödenmiş sermaye” veya “sermaye” terimleri kullanılabilir. Esasında aynı şeyi belirten bu terimler, teorik açıdan sistemi doğru betimlemesi için yanlış kullanılmaması uygun olacaktır⁴⁷.

Yine SPK'nın 12. maddesinin 2. fıkrasında kayıtlı sermaye sistemine yer verilmiştir. Buna göre; *“Bu halde ortaklığın esas sermayesi çıkarılmış sermaye olur ve sözleşmede tespit edilen kayıtlı sermaye miktarına kadar yeni hisse senetleri çıkarmak suretiyle yönetim kurulu tarafından Türk Ticaret Kanununun esas sermayenin artırılmasına ilişkin hükümlerine bağlı kalınmaksızın sermaye artırılabilir.”* hükmüne yer verilerek TTK'nun sermaye artırımını ilgili hükümleri bir nevi bertaraf edilmiş olmaktadır.

D-Ünvan

TTK'nın genel hükümlerinden anonim ortaklık olarak kurulan GYO'nun bir ticaret ünvanına sahip olması gerekliliği çıkarılsa da SerPK ve Tebliğ bunu açık olarak düzenlemiştir. İlgili maddeler şu şekildedir;

SerPK madde 36/d: Ticaret ünvanlarında Yatırım Ortaklığı ibaresinin bulunması, Tebliğ madde 6/A-e: Ticaret ünvanında “Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı” ibaresini taşıması

Tebliğ madde 6/B-e: Ticaret ünvanını “Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı” ibaresini içerecek şekilde değiştirmek üzere Kurul'a başvurmuş olması

Tebliğin 30. maddesinin 2. fıkrasında belirli alan faaliyet göstermek veya belirli projelere yatırım yapmak üzere kurulan GYO'nun portföylerinin en az %75'inin ünvanlarında ya da ana sözleşmelerinde belirtilen alanda yatırım yapma zorunluluğu olduğu hükme bağlanmıştır.

Bunun yanında ünvanların yol açacağı haksız rekabeti önlemek amacıyla tebliğin 44. maddesi düzenlenmiştir. Buna göre; *Kanun hükümleri ve bu Tebliğ esasları dahilinde kurulan ve faaliyet gösteren ortaklıklar dışında hiç bir kuruluş ticaret*

⁴⁷ **BAHTİYAR**, Kayıtlı Sermaye, s.60-61

unvanında veya ilan ve reklamlarında “gayrimenkul yatırım ortaklığı” veya aynı anlama gelebilecek başka bir ibare kullanamaz.

E-Faaliyet Konusu

Temel işlevleri esas itibarıyla menkul yatırım ortaklıklarına benzemektedir. Ancak yatırımları GYO'larını menkul yatırım ortaklıklarından ayırırlar. Yani GYO diğer ortaklıklardan ayıran önemli özellik faaliyet konularının farklı olmasıdır. Zaten gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kuruluş amacının genel olarak gayrimenkul üzerine olduğu açıktır.

Tebliğ 4/a: “Gayrimenkul yatırım ortaklığı: Bu Tebliğ ile belirlenmiş usul ve esaslar dahilinde, 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 sermaye piyasası kurumlarıdır.” şeklindeki düzenlemesiyle tanımda dahi faaliyet konusunun önemine dikkat çekilmiştir.

GYO gayrimenkul sektöründe faaliyet göstererek, büyük ölçekli gayrimenkullere finansman sağlayarak, gayrimenkuller üzerindeki hakları menkul kıymetler haline getirmeyi amaçladıklarından faaliyet konuları önem arz etmektedir. Bundan dolayıdır ki GYO'nun faaliyet konuları ağırlıklı olarak gayrimenkul, gayrimenkul projeleri ve bunlara bağlı haklardır.

Ancak Tebliğin anılan hükümlerinin GYO'ların faaliyetini sınırlandırdığını düşünmemeliyiz. Çünkü SerPK ve Tebliğin diğer hükümlerinde GYO'larının portföy işletmeciliği ve yöneticiliği faaliyetleri, sınırlı oranlarda menkul kıymetlere, hisse senetlerine, A tipi yatırım fonu katılma belgelerine yatırım yapabilecekleri gibi haklar tanınmıştır⁴⁸.

⁴⁸ SUSAR, a.g.e, s.40

İKİNCİ BÖLÜM GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ KURULUŞU

I-) KURULUŞ ESASLARI

GYO'nun kuruluşuna ilişkin esaslar, 8 Kasım 1998 de 23517 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Seri:VI No:11 sayılı "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile belirlenmiştir. Tebliğin ikinci bölümünde "Kuruluş ve Dönüşüme İlişkin Esaslar" düzenlenmiştir. Bu bölümün 5. maddesi GYO'nun;

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

olarak kurulabileceklerini düzenlemiştir. Belirli bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla kurulan GYO, proje gerçekleştikten sonra ya infisah edeceklerdir, ya da diğer türlere dönüşmek için esas sözleşme değişikliği yolunu seçeceklerdir. Belirli alanlarda yatırım yapmak amacıyla süreli veya süresiz kurulabilecek GYO ise, kendilerine bir iştigal konusu seçecekler bu alanda uzmanlaşarak kazanç elde etmeyi amaçlayacaklardır. Son olarak amaçlarında belirli bir sınırlama olmaksızın süreli veya süresiz kurulan GYO'nun ise iştigal konusunu TTK m 137 anlamında sınırsızlık⁴⁹ anlamına gelmemektedir. Bu şekilde kurulan GYO yine gayrimenkul yatırımlarına yönelecektir⁵⁰.

Kuruluşlara ilişkin şartlar ise; SPK'nun 36.maddesi ve tebliğin 6. maddesinde belirlenmiştir. Maddede GYO'nun ani usulde veya Tebliğ ile belirlenen dönüşüm şartlarına uyarak Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına dönüşebileceğini belirtmiştir. Tebliğin 6. maddesinin A bendi ani usulde kuruluşu şu şartlara bağlamıştır:

- a) *Kayıtlı sermayeli olarak anonim ortaklık şeklinde kurulması,*
- b) *Ortaklığın, çıkarılmış sermayesinin asgari %49 u oranındaki hisse senetlerini, bu Tebliğ'de belirlenen süre ve esaslar dahilinde halka arz etmek üzere kurulmuş olması,*
- c) **(Değişik: Seri: VI, No: 20 sayılı Tebliğ ile) Başlangıç sermayesinin 7.200.000 YTL'den az olmaması,**
- d) **(Değişik: Seri: VI, No: 20 sayılı Tebliğ ile) Başlangıç sermayesinin;**

⁴⁹ BAHTİYAR, Mehmet, Anonim Ortaklık Ana sözleşmesi (Bahtiyar AO), İstanbul 2001, s.113

⁵⁰ SUSAR,a.g.e, s.40

50 bin YTL'ndan az olması halinde, başlangıç sermayesini temsil eden hisse senetlerinin en az %10'unun,

50 milyon YTL ve daha fazla olması halinde, başlangıç sermayesinin 5.000.000 YTL'lık kısmını temsil eden hisse senetlerinin,

nakit karşılığı çıkarılmış olması,

e) Ticaret unvanında "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı" ibaresini taşıması,

f) Kanun'un 30 uncu maddesinin birinci fıkrasının (f) bendinde belirtilen portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak için Kurul'a başvurmuş olması,

g) **(Seri: VI, No: 20 sayılı Tebliğ ile yürürlükten kaldırılmıştır.)**

h) **(Değişik: Seri: VI, No: 17 sayılı Tebliğ ile)** Kurucu gerçek kişiler ile kamu kurumları ve kamu kurumu niteliğindeki tüzel kişiler dışındaki kurucu tüzel kişilerin yönetim kurulu üyelerinin 7 nci maddede belirtilen şartları haiz olması,

ı) Esas sözleşmesinin Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun olması,

j) Kurul'un uygun görüşünün alınması,"

Aynı maddenin B bendi ise dönüşümün şartlarını hükme bağlamıştır. Buna göre;

"a) Kayıtlı sermaye sistemi içinde yer alması veya bu amaçla Kurul'a başvurmuş olması,

b) Ortaklığın, çıkarılmış sermayesinin asgari %49 u oranındaki hisse senetlerini, bu Tebliğ'de belirtilen süre ve esaslar dahilinde halka arz edeceğini Kurul'a karşı taahhüt etmiş olması,

c) **(Değişik: Seri: VI, No: 20 sayılı Tebliğ ile)** Mevcut ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin 7.200.000 YTL'den az olmaması,

d) **(Ek: Seri: VI, No: 13 sayılı Tebliğ ile) (Değişik: Seri: VI, No: 20 sayılı Tebliğ ile)** Mevcut ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin;

50 milyon YTL'ndan az olması halinde, mevcut ödenmiş veya çıkarılmış sermayesini temsil eden hisse senetlerinin en az %10'unun,

50 milyon YTL ve daha fazla olması halinde, mevcut ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin 5.000.000 YTL'lık kısmını temsil eden hisse senetlerinin, nakit karşılığı çıkarılmış olması,

e) Ticaret unvanını "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı" ibaresini içerecek şekilde değiştirmek üzere Kurul'a başvurmuş olması

f) Kanun'un 30 uncu maddesinin birinci fıkrasının (f) bendinde belirtilen portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak için Kurul'a başvurmuş olması,

g) **(Seri: VI, No: 20 sayılı Tebliğ ile yürürlükten kaldırılmıştır.)**

h) (Değişik: Seri: VI, No: 17 sayılı Tebliğ ile) Ortaklıkta % 10 veya üzerinde paya sahip gerçek kişi ortaklar ile kamu kurumları ve kamu kurumu niteliğindeki tüzel kişiler dışındaki tüzel kişi ortakların yönetim kurulu üyelerinin 7 nci maddede belirtilen şartları haiz olması,

i) Esas sözleşmesini Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun şekilde değiştirmek üzere başvurmuş olması,

*j) Kurul'un uygun görüşünün alınması,
zorunludur.*

(Değişik: Seri: VI, No: 20 sayılı Tebliğ ile) Bu maddede yer alan tutarlar, her yıl Kurulca yeniden belirlenebilir.

(Ek fıkra: Seri: VI, No: 17 sayılı Tebliğ ile) Ortaklıklarca 10 uncu maddede belirtilen süreler içerisinde yapılacak halka arzlar sonucu asgari % 49'luk halka açıklık oranına ulaşıldıktan sonra da, çıkarılmış sermayenin asgari % 49'u oranındaki hisse senetlerinin halka arz edilmiş olması şartının sağlanması zorunludur.

A-Kayıtlı Sermaye Sistemi Şartı

Her iki şekilde de kurulacak olan GYO'nın kayıtlı sermaye sistemine sahip olması, GYO için getirilmiş bir zorunluluktur. Kayıtlı sermaye, SPK md.3/d de şu şekilde tanımlanmıştır: *"Anonim ortaklıkların, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, yönetim kurulu kararı ile Türk Ticaret Kanununun sermayenin artırılmasına dair hükümlerine tabi olmaksızın hisse senedi çıkarabilecekleri azami miktarı gösteren, Ticaret Sicilinde tescil edilmiş sermayeleridir."*

SPK m.36/l-a yatırım ortaklıklarının özel bir türü olan GYO için kayıtlı sermaye sisteminde kurulma zorunluluğu getirdikten sonra, tebliğin 6/A-a maddesi ile 6/B-a maddesi ani usul ve dönüşerek kurulma şekillerinde de kayıtlı sermaye sistemini yine bir şart olarak getirmiştir⁵¹.

GYO için kayıtlı sermaye sisteminin tavanı, başka bir deyişle yönetim kurulu kararı ile sermaye artırımındaki en üst sınır konusunda SPK ve tebliğ hükümlerinde herhangi bir sınırlama getirilmemiştir. Ancak 23.01.2008 tarih ve 26765 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Seri:IV No:38 sayılı "Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Esaslar Tebliği"nin 4. maddesi *"Kayıtlı sermaye sistemine kabul ve tavan belirlenmesinde Kurul izni ve*

⁵¹ BAHTİYAR, GYO, s. 59

uygulama şartları” başlıklı maddesinde kayıtlı sermayeden yararlanma ve kayıtlı sermaye tavanının belirlenmesi kurul iznine tabi tutulmuştur. Bu izin için yönetim kuruluna verilen yetki, iznin verildiği yıl da dahil olmak üzere 5 yıl boyunca geçerlidir. Bu sürede yetki verilen tavan miktarına çıkmayan ortaklık yeni bir tavan belirlenmesi için yeniden kuruldaki izin alınması gerekecektir⁵².

Fakat burada dikkat çekilmesi gereken husus sözleşme serbestisi ilkesine tebliğ ile getirilen tavan sınırlamasıdır. Ortaklık esas sözleşmesi de bir sözleşmedir ve sözleşme serbestisi ilkesi bu sözleşme için de geçerlidir. SPK md 12/IV hükmü kayıtlı sermaye sistemi zorunlu olan ortaklıkların yalnızca başlangıç sermayelerini kurulun belirleyeceğini belirtmiş, tavan miktarı konusunda herhangi bir sınırlama getirmemiştir. Fakat Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Esaslar Tebliği, tavan miktarının da Kurul’un iznine bağlı olduğunu düzenleyerek sözleşme serbestisine kısıtlama getirmiştir⁵³.

B-Çıkarılmış Sermayenin Belli Orandaki Hisse Senetlerini Halka Arz Etmek Yoluyla Kurulma Şartı

SPK uygulamasında halka açık anonim ortaklık, hisse senetleri halka arzedilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklardır. Halka açık şirket zaman zaman borsada işlem gören şirket kavramıyla karıştırılabilmektedir. Halka açık olup da borsada işlem görmeyen birçok şirket vardır. Halka açık olma ifadesi sadece ortak sayısı ile bağlantılıdır. Bir şirket, ortak sayısı 250’yi aştığı anda bunu Sermaye Piyasası Kurulu’na bildirmelidir. Her iki durumda da şirket Sermaye Piyasası Kurulu’nun kapsamına girer ve halka açık bir şirket olarak kabul edilir. Halka açık şirket Sermaye Piyasası Kurulu’nun denetimi altına girer. Kurul zaman zaman küçük ortaklar veya kamu adına denetlemeler yaparak küçük hissedarların haklarına bir zarar gelmemesini sağlamak için şirketin faaliyetlerini düzgün bir şekilde yürütüp yürütmediğini kontrol eder⁵⁴.

Sermaye Piyasası Kanunu açısından halka arz ise, sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını; halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini; hisse senetlerinin borsalar

⁵² BAHTİYAR, Kayıtlı Sermaye, s.153

⁵³ ÇOLAK / ALICI, a.g.e, s.39, ÜNAL’ın bu konudaki görüşünü: “Kurul’un bu hükümde bulabileceği tek mesnet “umumi intizam olabilir ki, özel hukuka bu kadar geniş müdahalenin doğru olmadığı kanaatindeyiz.” şeklinde açıklamıştır bkz. ÜNAL ,Oğuz Kürşat, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, (Ünal HAAO), İstanbul 1999,s.97

⁵⁴ ÜNAL, HAAO, s.32 vd., Kurulun denetleme yetkisi için bkz. YASİN, a.g.e, s.144

veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini; SPK'na göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye arttırmaları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını ifade eder (SPK md.3/c).

GYO için çıkarılmış sermayelerinin belli oranındaki hisse senetlerini halka arz ederek kurulmuş olma şartı Tebliğ ile getirilmiştir. Bu düzenleme ile amaçlanan küçük yatırımcıların gayrimenkul piyasalarında söz konusu olan yüksek kazanç ortak olabilmelerinin sağlanmasıdır. Bu oran çıkarılmış sermayenin %49 udur. Fakat hisse senetlerini satın alacak yatırımcıların çok sayıda olması sebebiyle bu oran yetersiz kalabilmektedir. Ancak %49luk halka açılma oranı asgari orandır. Yani GYO bu oranın altına düşmemek kaydıyla istediği bir oranda halka açılabilir⁵⁵.

Fakat burada dikkat çekilmesi gerekli bir husus GYO nun halka açılma oranının ne kadar sürdürülmesi gerektiğidir. Bu oranın hem ilk halka arz aşamasında hem de faaliyet süresince sürdürülmesi gerekmektedir. Aksi düşünülürse Tebliğ ile getirilen sınırlama yersiz kalacaktır. Aynı zamanda bu oranın sürekliliği GYO'nun kuruluş amaçlarına ve daha çok yatırımcıya ulaşmasını, bunun doğal sonucu olarak da daha fazla kazanç elde etmesini sağlayacaktır. Fakat süreklilik şartı da Tebliğ ile düzenlenmelidir⁵⁶.

Önem arzeden ikinci husus ise Tebliğ ile şart koşulan asgari halka arz oranına ulaşamaması durumudur. Bu hususta Tebliğde herhangi bir düzenleme yoktur. GYO halka arz için gerekli tüm işlemleri yerine getirip, hisse senetlerini halka arz ettiğinde, halka arz edilen hisse senetleri piyasadan yeterince talep görmediği takdirde tebliğ ile getirilen şartın yerine getirilip getirilmediği tartışmalıdır. Bazı yazarlar halka arz için gerekli işlemleri yerine getirmenin ve hisse senedi satışına başlamış olmanın yeterli olduğunu, %49luk halka açılma oranının fiilen gerçekleşmesinin zorunlu olmadığını savunmaktadır⁵⁷. Diğer bir kısım yazarlar ise, fiilen gerçekleşmenin zorunlu olduğunu savunarak, aksi takdirde GYO'nun mevzuatta belirtilen küçük yatırımcıya ulaşma, onları

⁵⁵ **KODAL**, Hakan, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Halka Açılma ve Portföy Oluşumu, Yaklaşım Ağustos-1998, Sayı 68, s.44

⁵⁶ **ÇOLAK/ALICI**, a.g.e, s.40

⁵⁷ **TUNCEL**, Kürşat, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Türkiye Uygulaması, Ankara 1997, aynı yöndeki görüş için bkz. **BAHTİYAR**, GYO, s. 66

gayrimenkul sektörünün yüksek getirilerine ortak etme gibi amaçlarına ulaşamayacakları görüşündedirler. Bu yüzden düzenlemeyi yerinde bulmaktadırlar⁵⁸.

Kanımızca ikinci görüş yatırımcıyı korumak açısından daha yerindedir. Ancak bir taraftan da ticari ortaklık olan GYO'nun ülkemizde henüz tam olarak tanınmadığını, gayrimenkul yatırımlarından uzun vadede kazanç sağlanması ve sermaye piyasasının henüz derinleşmediğini göz önünde bulundurduğumuzda bu orana ulaşmanın pek de kolay olmadığı aşikardır. Ayrıca GYO da bir ticari ortaklık olarak amacı kazanç elde etmektir ve bunun için halka arzı gerçekleştirdikten sonra talep beklentisindedir. Halka arzdan sonraki hisse senetlerinin satışı artık yatırımcının uhdesinde olduğundan fiilen gerçekleşmemenin tüm sonuçlarını GYO'na yüklemek de hakkaniyete uygun düşmeyecektir.

C-Asgari Sermaye Miktarı Şartı

Gayrimenkul yatırımları yüksek maliyetli yatırımlar olduğundan, yatırımlara finansman sağlayacak GYO'nın esas sermayelerinin de kuruluş veya dönüşüm aşamasında bunları karşılayacak durumda olmaları gerekmektedir. Yatırımcıya güven sağlamak amacıyla SPK m36/1-b, Tebliğ 6/A-c ve Tebliğ 6/B-c asgari sermaye miktarı şartını düzenlemiştir. Başlangıç sermayesi miktarı 2006 senesi için Sermaye Piyasası Kurulunun çıkarttığı haftalık bültende 7.200.000 YTL olarak belirlenmiştir⁵⁹.

Asgari sermaye şartı sağlanmadan GYO'na dönüşüm mümkün değildir. Başka bir deyişle asgari sermaye miktarından düşük sermayeye sahip anonim ortaklıklar ancak sermaye artırımını gerçekleştirip GYO'na dönüşebilmek için Sermaye Piyasası Kurulu'na başvurabileceklerdir. Zira gayrimenkul yatırımları profesyonelce yönetilmelidir ve bu yatırımlardaki risk güvence altına alınmalıdır. Asgari sermaye şartını yerine getirmek yatırımcıyı korumak açısından getirilmiş önemli bir düzenlemedir⁶⁰.

⁵⁸ **GÖKÇE**, Gamze, Gayrimenkul Yatırım Fonları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Gayrimenkul Sertifikaları, Gayrimenkul ve Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi, Ankara 1998, s.15 v.d

⁵⁹ <http://www.spk.gov.tr/duyuru.aspx?type=du016> , 20.03.2008

⁶⁰ **ÇOLAK/ALICI**, a.g.e, s.40

D-Başlangıç Sermayesini Temsil Eden Hisse Senetlerinin En Az %25 inin Nakit Karşılığı Çıkarılmış Olma Şartı

Tebliğin 6/A-d maddesi; GYO'nun kuruluşunun ya da faaliyet konusu farklı olan şirketlerin gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşümlerinin Kurul'ca uygun görülebilmesi için gerekli şartlardan birinin ; ortaklığın, çıkarılmış sermayesinin asgari %49 u oranındaki hisse senetlerini, Tebliğde belirlenen süre ve esaslar dahilinde halka arz etmek üzere kurulmuş olması gerektiğini düzenlemiştir.

Bu asgari oran GYO'nun hem kuruluş hem dönüşüm aşamasında aranması gereken bir şart olması yanında, sermaye artırımını sonrasında da bu oranı korumalıdır.

GYO'na başlangıç sermayesi olarak konulan veya dönüşümde çıkarılmış sermayenin %25 i nakitten oluşmak zorundadır. Geriye kalan%75lik kısmın neler olacağı GYO açısından önem arz etmektedir.

1-Ayni Sermaye Koyabilme Olanığı

TTK sermaye olarak nakdi sermaye olan para dışında bir takım değerlerin sermaye olarak konulmasını mümkün hale getirmiştir⁶¹. Nakdi sermaye dışında kalan her türlü sermaye kalemi ayni sermayeyi oluşturur. Ayni sermaye içinde de sermaye kalemleri taşınır-taşınmaz olmalarına göre ikiye ayrılırlar. Taşınır sermaye, ayni sermayenin Medeni Kanununun (" MK ") hükümleri çerçevesinde, taşınır sayılan kalemlerinden oluşan sermaye dilimidir. Çeşitli araçlar, menkul kıymetler gibi sermaye kalemleri bu dilimde yer alır. Ayni sermaye kalemleri arasında, MK hükümleri uyarınca taşınmaz sayılanlar, taşınmaz sermayeyi oluşturur. Örneğin, ortaklığa özgülünen arazi parçaları ve bunlar üzerindeki binalar bu sermaye dilimi içinde değerlendirilir⁶².

TTK'nun 139 maddesinde de ticaret ortaklıklarında nelerin sermaye olarak getirilebileceği sayılmıştır. Buna göre, ticaret ortaklıklarına para, alacak, kıymetli evrak ve menkul şeyler; imtiyaz ve ihtira beratları ve alameti farika ruhsatnameleri gibi fikri haklar; her nevi gayrimenkuller, menkul ve gayrimenkullerin her türlü kullanma ve

⁶¹ **MOROĞLU**, Erdoğan, Ticaret Ortaklıklarına Sermaye Olarak Taşınmaz Mal veya Bunun Üzerindeki Bir Ayni Hakkın Konulması Taahhüdü, Makaleler I, İstanbul 1999, s.27

⁶² **BAHTİYAR**, Mehmet, 4487 Sayılı Kanun İle Sermaye Piyasası Kanununda Yapılan Önemli Bir Değişiklik: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Ayni Sermaye Koyma Olanığı, Prof Dr. Tahir Çağa'nın Anısına Armağan (Bahtiyar Ayni Sermaye), İstanbul 2000,s.98

faydalanma hakları; şahsi emek, ticari itibar; ticari işletmeler, telif hakları, maden ruhsatnameleri gibi iktisadi değeri olan sair haklar konabilir. 139. maddede belirtilen sermaye kalemleri tahdidi değildir. Yani bunlara benzeyen ve iktisadi değer olan her varlık ticaret ortaklıkları için sermaye addedilebilecektir. Nitekim bu madde BK m521/1 deki adi ortaklığa ilişkin düzenlemenin genişletilmiş halidir⁶³.

TTK md.139 her tür ticaret ortaklığı sermayesi için genel hüküm niteliğindedir ve ticaret ortaklıklarına, bünyelerine aykırı düşmediği sürece, uygulanabilecektir. Bu açıdan bakıldığında, ilgili madde metninde sayılan kalemlerin hepsinin anonim ortaklıklarda sermaye olarak getirilemeyeceği anlaşılmalıdır. Zira TTK md.269 anonim ortaklıklar için “belirli sermaye” ilkesi getirilmiştir. Buna göre, anonim ortaklığın belirli ve paylara bölünmüş bir sermayesinin bulunması bir zorunluluktur. Böyle bir zorunluluğun amacı, ortaklığın, para ile tam olarak ölçülebilir, bilançoda kesin olarak gösterilebilir bir sermayesinin olması; böylece sermaye miktarının kolayca değiştirilip ortaklık hissedarı küçük yatırımcıların hukuki durumlarının kötüleştirilmesi ve ortaklık alacaklılarının zarara uğratılmasının önlenmesidir. Bu ilke çerçevesinde, anonim ortaklığa ancak bilançoda gösterilebilecek tam ve kesin bir değeri olan varlıklar sermaye olarak konulabilir. Bu doğrultuda şahsi emek, ticari itibar gibi unsurların sermaye olarak değerlendirilebilmesi mümkün değildir. Ayrıca know-how gibi fikri ve sınai haklar da ancak teknik bilgi paketi değerlerinin bulunması şartıyla sermaye olarak getirilebilirler⁶⁴.

Özel halka açık anonim ortaklık türlerinden yatırım ortaklıklarına ilişkin genel hüküm nitelikli SPK m.36/c hükmü TTK m. 139 un aksine yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması gerektiğini hüküm altına alarak GYO’nu aynı sermaye koyma imkanını ortadan kaldırmıştır. Fakat 4487 sayılı kanunla SPK m.36’ya eklenen son fıkra sadece GYO için bu sınırlamayı kaldırmıştır⁶⁵. Eklenen bu düzenlemeye göre;

(Ek: 15/12/1999 - 4487/16 md.) Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kuruluşlarında ve sermaye artırımlarında, Türk Ticaret Kanunu hükümleri çerçevesinde aynı sermaye konulabilir. Aynı sermaye karşılığı çıkarılacak senetlerin halka arz esasları Kurulca

⁶³ İMREGÜN, Oğuz, Kara Ticaret Hukuku Dersleri (Genel Hükümler-Ortaklıklar-Kıymetli Evrak), İstanbul 2001, s.93

⁶⁴ BAHTİYAR, Aynı Sermaye, s.89

⁶⁵ BELEN, a.g.e, s.62

düzenlenir ve bunların devrinde Türk Ticaret Kanununun 404⁶⁶ üncü maddesi hükmü uygulanmaz.

Bu düzenleme GYO'nun kurumsal özelliklerini de göz önünde bulundurarak aynı sermaye konusunda GYO'nı ayrıcalıklı bir konuma getirmiştir. Düzenleme GYO Tebliğinin 9/A maddesinde de belirtilerek GYO kurum olarak aynı sermaye konusunda özel bir düzenlemeye kavuşmuştur⁶⁷. Kanımca GYO'na özgü yapılan bu düzenleme kuruma tanınan ayrıcalıktan öte kurumsal özellikleri göz önünde bulundurduğumuzda, önceden aynı sermaye koyma imkanı tanınmaması doğru değildir ve bu hata yeni düzenlemeyle giderilmiştir.

Ve nihayet Tebliğin aynı sermaye başlıklı 9/A maddesi ile GYO'na tanınan aynı sermaye koyma olanağı ayrıcalıklı bir düzenlemeye kavuşmuştur. Buna göre;

Madde 9/A- (Ek: Seri : VI, No: 13 sayılı Tebliğ ile) "Ortaklıklar, kuruluşlarında ve sermaye artırımlarında, TTK hükümleri çerçevesinde aynı sermaye koyabilirler. Ancak, gerek kuruluşta gerekse sermaye artırımını sonrasında, çıkarılmış sermayenin nakden ödenen kısmının 6 ncı maddenin birinci fıkrasının (A) bendinin (d) alt bendi ve (B) bendinin (d) alt bendinde belirtilen oranın altına düşmemesi zorunludur. Aynı sermaye artırımını kararı sadece genel kurulda alınabilir. Ortaklıkların esas sözleşmelerinde bu hususa yer verilmesi zorunludur. Aynı sermaye artırımını sırasında Kurul'un Seri: I, No: 26 Tebliği'nin esas sermaye sistemine tabi ortaklıklar için öngörülen hükümleri uygulanır."

Kuruluşta aynı sermaye konulacak ise, kurucu ortaklar aynı sermaye değerinin tespiti için bilirkişi atanmasını talep ederek mahkemeye başvururlar. Değer tespitinden sonra belirlenen değeri de içeren ve kurucu ortaklarca imzalanan esas sözleşme ile Kurul'a başvururlar⁶⁸.

Sermaye artırımında Kurul'a yapılacak esas sözleşme ön izin başvurusu öncesinde aynı sermaye olarak konulacak gayrimenkullerin değer tespitinde TTK uyarınca mahkemenin görevlendirmesi üzerine hazırlanan bilirkişi raporuna ek olarak

⁶⁶ TTK Madde 404 - Ayın karşılığı olan hisse senetlerinin şirketin tescilinden itibaren iki yıl geçmeden başkalarına devri hükümsüzdür.

⁶⁷ **ÖZMEN/BELEN**, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği Değerlendirmesi, Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu'na 65. Yaş Günü Armağanı, İstanbul 1997, s.79-80

⁶⁸ **BAHTİYAR**, Aynı Sermaye, s. 100-102, **BELEN**, a.g.e, s.69

tebliğin 39. maddesindeki özelliklere sahip ekspertiz şirketlerinin raporunun alınması da zorunludur. Ortaklığın tüzel kişilik kazanması veya sermaye artırımının ticaret siciline tescilinden itibaren 10 gün içinde sermaye olarak konulacak gayrimenkuller tapu sicilinde ortaklık adına tescil ettirilir⁶⁹.

a-Ayni Sermaye Koyma Prosedürü

Hem kuruluş hem dönüşüm aşamasında, ayni sermaye karşılığı hisse senedi ihraç edecek GYO, TTK m.303/2 ye göre; öncelikle söz konusu gayrimenkullerin değerlerini bilirkişi marifetiyle belirlenmesi ve onaylanması için yetkili ticaret mahkemesine başvuracaklardır. Mahkeme yaptıracağı bilirkişi incelemesi sonucu gayrimenkulun hangi bedelle sermaye olacağını belirlemek için değer saptaması yapacaktır. HUMK 240 a göre başvuru kurucular tarafından dilekçe ile yapılacak, hakim delilleri serbestçe belirleyip saptamayı bilirkişi raporuna dayandıracaktır. Mahkeme, bilirkişi raporu sonucunun yanlış olduğunu takdir ettiği takdirde, yeni bir bilirkişi incelemesi yaptırmadan raporun aksine karar verebilecektir⁷⁰.

Ancak TTK ayni sermaye koyma konusunda sadece mahkeme kararını yeterli bulmaktayken Tebliğ ek bir zorunlulukla kurulun yetkili kıldığı bir ekspertiz şirketinin raporunu da aramaktadır. Ancak mahkemenin değer saptamasıyla ekspertiz şirketinin değer saptaması arasında farklılıklar olması durumunda sorunlar ortaya çıkacaktır. Bu durumda amaçsal yorumla yola çıkıldığında Tebliğ ile getirilen zorunluluğun amacının küçük yatırımcıyı korumak olduğu düşünüldüğünde bir çıkar çatışması ortaya çıkacaktır. Ancak mahkemenin bağımsız bir şekilde bilirkişi ataması yapması ve değerlendirme sonucunun beklenmesi uzun sürecektir. Bu tebliğin getirdiği ekspertiz raporu zorunluluğunun gerekçesi olmuştur. Ancak tebliğde yapılan değişiklikle hangi değerler geçerli olacağı sorunu çözülmüştür. Buna göre, ayni sermaye olarak konulacak gayrimenkuller ile gayrimenkuller üzerindeki sair ayni hakların değer tespitinde, TTK uyarınca mahkemece yapılan görevlendirme neticesinde hazırlanacak bilirkişi raporuna ek olarak, Kurul tarafından listeye alınmış ve Tebliğ 39 uncu maddede sayılan nitelikleri haiz bir gayrimenkul değerlendirme şirketinden ayrıca değerlendirme raporu alınması şarttır. Hazırlanan raporlarda gayrimenkulün veya gayrimenkul üzerindeki sair ayni hakların

⁶⁹ **MOROĞLU**, Erdoğan, Ticaret Ortaklıklarına Sermaye Olarak Taşınmaz Mal veya Bunun Üzerindeki Bir Ayni Hakkın Konulması Taahhüdünün Hukuki Sonuçları ve Yargıtay Kararları, BATİDER, Haziran 2001, C.XXI, S.1 , s.37-38

⁷⁰ **BAHTİYAR**, Ayni Sermaye, s. 101

değerine ilişkin olarak ulaşılan tutarlardan düşük olanı aynı sermaye olarak esas alınır⁷¹.

Değer tespitinden sonra Kurul'a ön izin için başvuru aşamasına geçilecektir. Bu aşamada mahkemenin tespiti göz önünde bulundurularak, ayın karşılığı sermayenin şirket ana sözleşmesine yazılması ve imzalanması ile kurula başvurudur. Kurul bu başvuruda tebliğ ve SPK hükümleri uyarınca başvuruyu kontrol etme imkanına sahip olacaktır. Bu aşamalar yatırımcının korunması ve aleniyetin sağlanması göz önünde bulundurularak getirilmiş zorunlu işlemlerdir⁷².

Tebliğ düzenlemeleri dışında, aynı sermaye konusunda Ticaret Kanunu'nun genel hükümlerine başvurulacaktır. TTK da başvurulması gereken hüküm madde 392 hükmüdür⁷³. Bu hüküm sermaye artırımını konusunda tebliğ ile bağdaşmakta, aynı sermaye artırımını kararının genel kurul tarafından verileceğini hükme bağlamaktadır. Bu tebliğ hükmü genel kurulun GYO'nda toplantıya çağırmanın zorlukları göz önünde bulundurulduğunda sorunlarla karşılaşılabilir. Tebliğe göre yönetim kurulu ancak mahkemeden bilirkişi atanmasını isteyebilecektir⁷⁴.

Tebliğ ile aynı sermaye koyulması konusunda bir takım sınırlamalar getirilmiştir. Tebliğ başlangıç sermayesinin %25 inin nakit karşılığı çıkarılmış olmasını hükme bağlanmıştır. Buna göre GYO %75lik kısmın tamamını aynı sermaye olarak çıkarabilecektir.

b-Aynı Sermaye Oluşturabilecek Malvarlığı Kalemleri

TTK m.139da yer alan aynı sermayeye konu bütün değerlerin aynı zamanda GYO için sermaye olarak konulabileceği ileri sürülerek bunun yasal bir sonuç olduğu,

⁷¹ **BAHTİYAR**, Aynı Sermaye, s.100

⁷² **BELEN**, a.g.e, s.77

⁷³ **Madde 392** - Umumi heyet yeni hisse senetleri çıkarmak suretiyle esas sermayenin çoğaltılmasına karar verdiği takdirde, anonim şirketlerin kuruluşuna ait hükümler cari olur. Hususiyile para sermayesinin dörtte birinin yatırılmasına ait hüküm ile ayın nevinden bir sermayenin konması, malların devralınması ve hususi menfaatlerin sağlanması ile alakalı kararın mevcudiyeti halinde bu hususlara mütaallik hükümler tatbik olunur. Bu hallerde kuruluş esnasında verilmesi şart olan bilirkişi raporu idare meclisi tarafından verilir. İştirak taahhütnamelerine, sermayenin artırılmasına dair olan karardan ve kanunen bir izahname tanzimi lüzumlu olduğu takdirde bu izahname münderecatından bilgileri bulunduğu ve yeni hisse senetlerinin halkın açıkça iştirakine arz olduğuna dair kayıtlar konulur.

⁷⁴ **BAHTİYAR**, Aynı Sermaye, s.99, Yönetim Kurulunun görevleri ve sorumluluğu konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. **ÇAMOĞLU**, Ersin, Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu (Çamoğlu,YK), İstanbul 1972, s.48

tebliğ ile değiştirilemeyeceği iddia edilmektedir. Ancak Kurul tebliğ ile aynı sermaye kalemleri açısından bir sınırlamaya gitmiştir. Buna göre GYO'na aynı sermaye olarak ancak 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 konabilir, bunlar dışında kalan maddi ve gayri maddi varlıklar aynı sermaye olarak konulamaz.

Üzerinde durulması gereken ve tebliğde yanlış değerlendirilen ilk husus; binanın gayrimenkul olarak nitelendirilmesidir. Bina bir gayrimenkul değil üzerinde bulunduğu arazinin mülkiyet hakkı kapsamında yer alan bir değerdir.(MK m718) Bina ancak üst hakkına konu olabilir. Gayrimenkul gibi işlem gören bina değil üst hakkıdır⁷⁵.

İkinci olarak üzerinde durulması gereken husus ise arsadır. Arsa ise belediye sınırları içerisinde bulunan ve imar alanı içine giren araziye anlatmaktadır. Tüm bunların sonucunda arsa ve bina terimleri medeni hukuk açısından araziye kastetmektedir⁷⁶.

Tebliğde GYO'na aynı sermaye olarak koyulabilecek malvarlığı kalemleri sayılırken bunlar bina, arsa, arazi ve buna benzer nitelikteki gayrimenkuller olarak belirtilmiştir. Ancak MK açısından bu ifade hiçbir anlam taşımamaktadır. Bu açıdan tebliğ maddesi için genişletici bir yorum yapmak gerekecektir⁷⁷. Bu durumda da GYO'nun faaliyetlerini ve yasaklanan faaliyetleri düzenleyen maddelere başvurmak gerekecektir. Zira bu maddelerde portföye alınabilecek değerler göz önünde bulundurularak aynı sermaye kalemleri düzenlenmeliydi. GYO kuruluşundan itibaren en fazla 1 yıl içerisinde portföyünü oluşturmak zorundadır. Yani tüm başlangıç sermayesi nakit karşılığı çıkarılmış olsa bile, tüm sermayesini portföyünü oluşturmak için harcayacaktır. Yani GYO başkalarına ait gayrimenkuller üzerinde üst hakkı, kat irtifakı ve devre mülk sahibi olabilecek ve sermayesinde bulunan üst hakkını, kat irtifakı ve diğer irtifak haklarını, şerh edilebilecek kiralama hakkını, değeri karşılığında malvarlığına sokabilecektir⁷⁸.

Aynı şekilde GYO kendisinden başka şirketlerin ihraç ettiği gayrimenkul sertifikalarına, şirketlerin alacakları karşılığı ihraç ettiği varlığa dayalı menkul

⁷⁵ **HATEMİ/SEROZAN/ARPACI**, Eşya Hukuku, İstanbul 1991, s.118-119, **OĞUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR**, Eşya Hukuku, İstanbul 2004, s.679

⁷⁶ **OĞUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR**, Eşya Hukuku, s.277

⁷⁷ **HATEMİ/SEROZAN/ARPACI**, Eşya Hukuku, s.118,

⁷⁸ **BELEN**, a.g.e, s.73

kıymetlere(bundan böyle VDMK olarak geçecektir) ve diğer sermaye piyasası araçlarına belirtilen oran ve miktar sınırlamalarına uyarak yatırım yapabilecektir.

Tüm bunların ışığında “benzer nitelikteki gayrimenkuller” ifadesi en azından GYO’nu tanımlayan, Tebliğin 4.maddesinin a bendindeki “gayrimenkul projelerine ve gayrimenkule dayalı haklara” yatırımı mümkün kılacak şekilde yorumlanmalıdır⁷⁹.

c-Ayni Sermaye Konusu Şeylerin Şirket Malvarlığına Girmesi

Ortaklık hem kuruluşunda hem de sermaye artırım aşamasında, sermaye koyma taahhüdünde bulunmaktadır. Bu borçlar hukukuna göre bir borçlanma işlemidir⁸⁰. Sermaye koyma borcu altına giren borçlunun malvarlığının pasifinde taahhüt edilen sermaye kadar borç yüklenmiş olacaktır. Nakdi sermayenin ödenmesi ise tasarruf işlemidir⁸¹. Zira TTK md.140’a göre “*Her ortak usulüne göre tanzim ve imza edilmiş şirket mukavelesi ile koymayı taahhüt eylediği sermayeden dolayı şirkete karşı borçludur.*” TTK md.140/4’e göre ise “*Şirket her ortağın sermaye koyma taahhüdünü yerine getirmesini talep ve dava edebileceği gibi ifada gecikme sebebiyle uğradığı zararın tazminini de isteyebilir.*” Bu borçlar kanunu md. 96 da düzenlenen aynen ifanın sermaye borcu açısından düzenlenmiş şeklidir⁸².

Sermaye koymayı taahhüt etmiş borçlu, hisse senedi sahibi olmasına rağmen borcunu yerine getirmezse temerrüde düşecek ancak şirket ana sözleşmesinden

⁷⁹ BELEN, a.g.e, s.73

⁸⁰ MOROĞLU, a.g.e, s.29, İMREGÜN, a.g.e, s.44

⁸¹ Borçlanma işlemi ve tasarruf işlemi konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. EREN, Fikret, Borçlar Hukuku Genel Hükümler , İstanbul 2008, s.454vd.

⁸² POROY/TEKİNALP/ÇAMOĞLU, a.g.e, s.103, aynen ifa konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. EREN, a.g.e s.889 vd. Aynen ifa Borçlar Kanunu md.96 da düzenlenmiştir. Buna göre “*Alacaklı hakkını kısmen veya tamamen istifa edemediği takdirde borçlu kendisine hiç bir kusurun isnat edilemeyeceğini ispat etmedikçe bundan mütevellit zararı tazmine mecburdur.*”

doğan bir borç söz konusu olduğundan akdin feshine gidilemeyecektir⁸³.Zira hisse senetleri devredebilir senetlerdir, borcun nakli söz konusu olacaktır⁸⁴.

Aynı sermaye konusunda ise durum farklıdır. TTK md. 140/2 ve 3'e göre "Sermaye olarak gayrimenkul mülkiyeti veya gayrimenkul üzerinde mevcut veya tesis edilecek aynı bir hakkın konulması taahhüdünü ihtiva eden şirket mukavelesi hükümleri, resmi şekil aranmaksızın muteberdir.

Sermaye olarak konulması taahhüt edilen diğer hakların devri kanunen hususi şekillere tabi olsa dahi şirket mukavelesi, devredecek ortağın ayrıca rızasına bakılmaksızın, şirkete alakalı mercilerden bu hakların devrini istemek salahiyetini verir."

Bu konudaki diğer bir düzenleme ise TTK m.285'tir. Bu hükme göre ise,

"Esas sermayeye tekabül eden payların muvazaadan ari olarak tamamen taahhüt edilmiş olması şarttır.

Sermaye olarak paradan başka iktisadi bir değer veya menkul mal konulması taahhüdü, şirketin hükmi şahsiyet kazandığı tarihten itibaren onlar üzerinde malik sıfatıyla doğrudan doğruya tasarruf edebileceğinin ve gayrimenkul üzerindeki mülkiyet veya sair aynı hakların sermaye olarak konulması taahhüdü ise, bu hakların şirketin hükmi şahsiyet kazanmasıyla beraber tapu siciline tescil edileceğinin kabul edilmiş olması demektir."

Bunun sonucu olarak TTK md. 279 a göre de ortaklığa sermaye olarak gayrimenkul mülkiyeti veya aynı bir hak konulduğunda, bunların değerleriyle birlikte ana sözleşmede belirtilmesi gerekmektedir. Fakat ana sözleşmede MK m.706 ya göre gayrimenkul mülkiyetinin devri borcu doğuran sözleşmelerin resmi şekilde yapılmasını öngören

⁸³ Bu durumda şirket, her ortağın sermaye koyma taahhüdünü yerine getirmesini talep ve dava edebileceği gibi zararın tazminini de isteyebilecektir (TTK md.140/4) . Bu talep doğrultusunda, ortaklık sermaye borcunu yerine getirilmesi maksadıyla aynen ifa davası açılabilir. Bu talep, yetkili Asliye Ticaret Mahkemesinde aynen ifa davası ya da yetkili icra dairesinde icra takibi açılması yoluyla temin edilebilir. Aynen ifa talebi doğrultusunda pay sahibinin ortaklıktan çıkarılması ile sonuçlanan ağır müeyyidenin yerine öncelikli olarak pay sahibini taahhüt ettiği sermayeyi ödemeye zorlamak namına dava etmek daha uygun bir çözüm tarzı olarak karşımıza çıkmaktadır. İşbu davada ortaklık, kişisel malvarlığı ile taahhüt ettiği sermaye tutarında sorumlu olan pay sahibinin malvarlığına ihtiyati tedbir veya ihtiyati haciz konulmasını da talep edebilir. Anonim ortaklıklarda kuruluşun veya sermaye artırımından doğan sermaye borcunun ifasını talep hakkı, kural olarak ortaklık yönetim kuruluna aittir (TTK 406 vd.). Ancak bu yetki, ana sözleşme ile genel kurula verilebilir. **POROY/TEKİNALP/ÇAMOĞLU**,a.g.e, s.628

⁸⁴ **BELEN**, a.g.e, s.77. Borcun nakli BK. Md.174 te düzenlenmiştir. Buna göre "Evvvelki borçlunun yerine yerisinin kaim olması ve borçtan beraati borcun nakli müteahhidi ile alacaklı arasında yapılacak akıt ile vukubulur." Borcun nakli konusunda ayrıntılı bilgi için **EREN**, a.g.e, s. 1231 vd.

maddenin istisnası TTK md. 140/2dir. Buna göre; “Sermaye olarak gayrimenkul mülkiyeti veya gayrimenkul üzerinde mevcut veya tesis edilecek aynı bir hakkın konulması taahhüdünü ihtiva eden şirket mukavelesi hükümleri, resmi şekil aranmaksızın muteberdir.” Yani taahhüt işleminin tapu memurları önünde yapılması gerekmeyip ana sözleşmeye yazımı yeterli olmalıdır⁸⁵.

Tebliğ md.9/A/son fıkrası uyarınca “Sermaye olarak konulacak gayrimenkuller, ortaklığın tüzel kişilik kazanması veya sermaye artırımının tescilinden itibaren en geç 10 gün içerisinde tapu sicilinde ortaklık adına tescil ettirilir.” Burada da görüldüğü gibi tescilsiz iktisap sonrasında yapılacak olan, maddede belirtilen tescil açıklayıcı tescildir. Ortaklık bu tescili yaptırmazsa, mülkiyetini tescilsiz kazandığı gayrimenkuller üzerinde herhangi bir tasarrufta bulunamayacaktır⁸⁶. Ancak maddede belirtilen tescil süresi içinde yaptırılmazsa da GYO mülkiyet hakkını kaybetmeyecektir. Bunun yanında 10 günlük süreye uyulmaması durumunda yönetim kurulunun sorumluluğuna gidilebilecektir. Ortaklığın yasal temsilcisi konumundaki yönetim kurulu TTK m.336 uyarınca sorumlu olacaktır⁸⁷.

Ancak iyiniyetli üçüncü kişilerin kazanımları korunacaktır. Bu sakıncaların doğması durumunda ise, aynı sermaye koyma borçlusuna BK md. 96 uyarınca sorumlu olacaktır⁸⁸.

2-Hiç Nakit Sermaye Konulamaması Hali

GYO'nun geniş kitlelere ulaşması ve etkin bir şekilde tanıtımının yapılabilmesi için Emlak Konut A.Ş'nin GYO'na dönüşümünde tüm sermayenin aynı olarak konulması imkanı tanınmıştır. Bunun için 24.03.2001 tarih ve 24352 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan ve Tebliğe ek 1. maddeyi ekleyen Seri:VI No:14 sayılı tebliğ ile asgari nakit sermaye koyma zorunluluğuna istisna getirilmiştir. “Nakit Sermaye Şartı Aranmaması” başlıklı ek m.1'ne göre “588 sayılı Konut Edindirme Yardımı Hesaplarının Tasfiyesine Dair Kanun Hükmünde Kararname çerçevesinde gayrimenkul yatırım ortaklığına

⁸⁵ BAHTİYAR, Aynı Sermaye, s. 133, ayrıca bkz. POROY/TEKİNALP/ÇAMOĞLU, a.g.e, s.639 vd.

⁸⁶ Tescilin işlevi konusu doktrinde tartışmalara sebep olmuştur. Tescilin açıklayıcı olduğunu savunan görüş, anonim ortaklık tüzel kişilik kazanır kazanmaz anasözleşmede taahhüt edilmiş olan gayrimenkullerin veya bunlar üzerindeki aynı hakların kazanıldığını savunmaktadır. bkz İMREGÜN, Anonim Ortaklıklar Hukuku (AO), İstanbul 1989, s.44 Aksi yöndeki görüş ise, bunun bir tescilsiz iktisap olduğunu savunmaktadır. Ayrıntılı bilgi için bkz. MOROĞLU, a.g.e, s.9; Yargıtay da tescilsiz iktisap görüşünü benimsemiştir. Nitekim Yarg. 11.HD. 12.06.2000 T. 2000/4507 E. 2000/5443 K. sayılı kararında “Şirket mukavelesi resmi şeklin yerine geçmekte olup şirket sözleşmesi tapu memuruna götürülerek ilgili taşınmazın şirket adına tescilinin sağlanması mümkündür. Mülkiyet tescil ile şirkete geçmektedir.” Şeklinde görüş bildirmiştir. Corpus İçtihat Programı, 20.04.2008

⁸⁷ ÇAMOĞLU, YK, s.82

⁸⁸ BELEN, a.g.e, s.77-78-79

dönüşümünde, bu tebliğin 5. maddesinin 1. fıkrasının B bendinin değişik d alt bendinde belirtilen, sermayesinin en az %25inin nakit karşılığı çıkarılmış olması şartı aranmaz.” Asgari nakit sermaye şartına istisna getiren bu madde ile GYO’na dönüşecek Emlak Konut A.Ş dönüşüm sırasında tüm sermayesinin aynı olması imkanına kavuşmuştur⁸⁹.

Memurlar, işçiler ve emeklilerine konut edindirme yardımı yapılmasıyla amacıyla da yeni bir kanun yapılmıştır. 3320 sayılı Kanuna göre yapılan yardım paraları Türkiye Emlak Bankası’nda Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlığı adına açılan bir hesapta toplanmıştır. 3320 sayılı Kanun uygulanmasına 29.12.1999 tarih ve 23951 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 588 sayılı KHK ile, Emlak Bankası’ndaki paraların, mevcut Emlak Konut A.Ş’nin GYO’na dönüştürülmesi ve hak sahiplerine Emlak GYO hisse senetlerinden verilmesi suretiyle tasfiye edilmesi öngörülmüş, GYO’na dönüştürülmesi ve hak sahiplerine Emlak GYO hisselerinden verilmesi şartıyla tasfiyesine karar verilmiştir. Asgari nakit sermaye şartı aranmadan dönüşen Emlak Konut A.Ş, böylelikle bünyesinde bulundurduğu tüm gayrimenkulleri aynı sermaye olarak GYO’na koymuştur⁹⁰.

E-Ortaklık Ünvanında “Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı” İbaresinin Bulunma Şartı

GYO’nun ünvanlarını belirleme de SPK madde 36/I-d, Tebliğ madde 6/A-e ve madde 6/B-e hükümleri bir takım zorunluluklar getirmiştir. Ancak bu hükümler TTK madde 45/II ile birlikte incelendiğinde ünvanda gereksiz yere ortaklık kelimesi iki kere tekrar edilmek zorunda kalındığından “Gayrimenkul Yatırım Anonim Ortaklığı” şeklinde bir ibare ünvan için yeterli görülmektedir⁹¹. Bu ünvan kuralı SPK’nın diğer sermaye piyasası kurumları için uyguladığı hükümlere paralel nitelik taşımaktadır. Tebliğ 44. madde ise haksız rekabeti önleyici bir düzenleme ile GYO’nı korumuştur. Buna göre *“Kanun hükümleri ve bu Tebliğ esasları dahilinde kurulan ve faaliyet gösteren ortaklıklar dışında hiç bir kuruluş ticaret ünvanında veya ilan ve reklamlarında “gayrimenkul yatırım ortaklığı” veya aynı anlama gelebilecek başka bir ibare kullanamaz.”* Böylelikle GYO hem menkul kıymet yatırım ortaklıklarından hem de diğer gayrimenkul şirketlerinde ayırt edilmektedir.

⁸⁹ SUSAR, a.g.e, s.77

⁹⁰ SUSAR, a.g.e, s.78

⁹¹ SUSAR, a.g.e,s. 79

Değinilmesi gereken başka bir Tebliğ maddesi de 30. maddenin 2. fıkrasıdır. Bu fıkraya göre belirli alanlarda faaliyet gösteren veya belirli projelere yatırım yapmak amacıyla kurulan GYO'nun portföylerinin en az %75'inin ünvanlarında veya ana sözleşmelerinde belirtilen varlıklardan oluşması gerektiği hükme bağlanmıştır.

F-Portföy İşletmeciliği Faaliyetinde Bulunma Şartı

Portföy kavramı, yatırımcılar arasında, çeşitli değerlerden oluşan bir bütünü ifade etmek için kullanılır. Yatırım ortaklıklarından farklı olarak portföy, GYO'larda gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı çeşitli proje, haklar ve sermaye piyasası araçlarından oluşan bir varlığı ifade etmektedir. Tebliğin 4/a maddesi GYO'ların portföylerinde neler olabileceğini hükme bağlamıştır. Buna göre; *“.....gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen.....”* demek suretiyle portföyde yer alabilecek hususları beş ana grupta sıralamıştır.

GYO'nun portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak için Kurul'a başvuracakları tebliğ md.6/A-f ve md.6/B-f 'de belirtilmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunma izin başvurusunu, Kurul, portföy işletmeciliği faaliyet izni verilmesinde, ortaklığın faaliyetlerini yürütmeye elverişli bir mekana, donanım, personele, organizasyona, yöneticilere sahip olup olmadığını inceler ve inceleme sonucunda ortaklığın portföy işletmeciliği faaliyetini yürütebileceği sonucuna varırsa bu konuda yetki belgesi verir. Tebliğ md10/1'e göre gayrimenkul portföyü dışında kısmi varlık portföylerini de oluşturmaları gerektiğini belirtmiştir. GYO'nun portföy işletmeciliği dışında aracılık yatırım danışmanlığı gibi diğer sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunması tebliğ md.24/c ile yasaklanmıştır.

GYO'nun ticaret siciline tescilini müteakip bir yıl içinde portföyünü oluşturacak halka arz edeceği hisse senetlerinin kurul kaydına alınması için yapacağı başvuru ile değerlendirir(Tebliğ madde 12/l)

G-Kurucu Ortaklarla İlgili Şartlar

Tebliğ md.7, kurucu ortakların doğrudan ve dolaylı ortaklık hisselerinin %10 una sahip olanlar için bir takım şartlara sahip olmaları gerektiğini hükme bağlamıştır. Buna göre;

Ortaklıklarda;

a) Kurucular ile sermayedeki doğrudan veya dolaylı pay sahipliği % 10 veya daha fazla olan gerçek veya tüzel kişilerin muaccel vergi ve prim borcu bulunmaması,

b) Sermayede % 10 ve daha fazla paya sahip olacak kurucuların, gerekli kaynağı kendi ticari, sınai ve sair yasal faaliyetleri sonucunda her türlü muvazaadan ari olarak sağlamaları,

c) Gerçek kişi ortakların;

1- Kendileri veya sınırsız sorumlu ortak oldukları kuruluşlar hakkında iflas kararı verilmemiş ve konkordato ilan edilmemiş olması,

2- 7/9/2000 tarihli ve 24163 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: V, No: 46 sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğin 9 uncu maddesinin birinci fıkrasının (d) bendinde belirtilen şartları taşıması,

d) **(Ek: Seri: VI, No: 20 sayılı Tebliğ ile)** Kurucu olacak gerçek ve tüzel kişilerin gayrimenkul yatırım ortaklığı kurucusu olmanın gerektirdiği mali güç, itibar ve yeterli tecrübeye sahip olmaları,

şarttır.

Seri: V, No: 46 sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğin 9 uncu maddesinin birinci fıkrasının (d) bendinde belirtilen şartlar ise,

-Sermaye piyasası mevzuatı, 4389 sayılı Bankalar Kanunu, 4208 sayılı Kara paranın 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,

-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,

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

şartları aranmıştır.

Bu şartların kuruculara getirilmesinde amaç GYO'nın kuruluşundan itibaren yatırımcıların korunmak istenmesi, ciddi yatırımlar yapacak kurumun kurucu ortaklarının da belirli şartlara haiz olması ve yatırımcının güvenle yatırım yapmasının sağlanmasıdır.

H- Lider Girişimci Olma Kavramı ve Yürürlükten Kaldırılması

Seri:VI No: 11 sayılı GYO'na ilişkin esaslar Tebliği, Seri:VI No:20 sayılı Tebliğ ile değişikliğe uğramadan önce, ani kuruluşu ve dönüşerek kuruluşu düzenleyen tebliğ maddeleri 6/A-g ve 6/B-g hükümleri mevcut ortakların en az birinin "lider girişimci" olması zorunluluğunu getirmişti. Bu daha önce mevzuatımızda yer almayan bir kavramdı. Lider Girişimcinin tanımının yapıldığı Tebliğ maddesinin metni şu şekildeydi;

"Ortaklıkta tek başına veya bir araya gelmek suretiyle sermayenin asgari %25 i oranında pay sahibi olan ve bu Tebliğ'in 7 ve 8 inci maddelerinde yazılı şartları taşıyan ortak ya da ortaklardır. Ortaklık hisse senetlerinin halka arz edilmesi sonrasındaki pay edinimleri bu kapsamda değerlendirilmez. Ortaklığın ticaret unvanında doğrudan ismi veya unvanı kullanılan veya doğrudan olmasa da ortaklığın ticaret unvanında kendisi ile bağlantılı olduğu izlenimini uyandıran bir ibareye yer verilen gerçek veya tüzel kişilerin bu Tebliğ kapsamında lider girişimci olması zorunludur."

Tanıma bakıldığında lider girişimcinin ortaklıkta pay sahibi olan ya da olanların kastedildiği açıkça görülmektedir. Bu da GYO'na yatırım yapmak isteyen küçük yatırımcının söz konusu ortaklıkta söz sahibinin kim olduğunu bilerek yatırımını

yapması sağlamaktaydı. Sermayenin %25'inde pay sahibi olma, ani kuruluşta kurucu ortaklar için; dönüşerek kuruluşta mevcut ortaklar için aranan bir şarttı. Bu %25'lik oranın aynı ya da nakdi sermayeden oluşmasında herhangi bir sakınca söz konusu değildi. Yine yürürlükten kaldırılan tebliğin 8. maddesi lider girişimci olma şartlarını gerçek ve tüzel kişiler için ayrı ayrı tayin etmiştir. Bu şartlar;

Gerçek Kişiler için;

a) *Yıllık brüt gelirlerinin asgari 585 milyar⁹² TL olması ve bu gelirlerinin istikrar arz etmesi,*

b) *Toplam menkul ve gayrimenkul varlıklarının vergiye esas değerinin en az 5.85 trilyon TL olması,*

c) *Ortaklığın faaliyet konusuna giren alanlarda yeterli bilgi ve tecrübeye sahip olması, aranmaktadır.*

Tüzel kişiler için;

a) *En az 5 yıllık faaliyet geçmişinin olması,*

b) *Ortaklık başvurusunda bulunulan döneme ilişkin mali tablolarının bağımsız denetimden geçirilmiş olması,*

c) *Son üç faaliyet döneminde kâr elde etmiş olması,*

d) *En son mali tabloları itibariyle aktif toplamının 18.5 trilyon TL'den, net dönem kârının ise 1.85 trilyon TL'den az olmaması,*

e) *Ortaklığın faaliyet konusuna giren alanlarda yeterli bilgiye sahip olması, aranmaktaydı.*

Görüldüğü üzere bir lider girişimci de aranan özelliklerin başında mali gücünün niteliği gelmekteydi. Ancak bu tek başına yeterli olmayıp ortaklığın faaliyet kapsamına giren konularda yeterli bilgi ve deneyiminin olması da aranmaktaydı. Bu çerçevenin sınırlarının çizilmesinde kılavuz olacak düzenleme Tebliğ de yer alan ve genel müdür, denetçi ve yönetim kurulu üyeleri ile ilgili olan düzenlemelerdir. Tebliğin 17/I ve madde 19'dan anlaşılacağı üzere deneyim gerektiren alanlar hukuk, inşaat, finans gibi alanlardır. Aynı maddelerde değinilen başka bir nokta ise; sadece gayrimenkul alım satımı işi ile uğraşmanın deneyim olarak nitelendirilemeyeceğidir.

⁹² Bu rakamlar 2004 yılı için belirlenen ve SerPK'nın 2003/62 sayılı Haftalık bülteni ile kamuoyuna duyurulan rakamlardır. Bu miktarlar, Tebliğ m.8/son uyarınca, Maliye Bakanlığınca ilan edilen yeniden değerlendirme oranının %80'inin altında olmamak koşuluyla her yıl SPK'ca yeniden belirlenerek ilan edilmektedir.

Tebliğ madde 4'ün b fıkrasına göre, birden fazla kişinin bir araya gelerek toplam sermayelerinin %25'e ulaşması durumunda lider girişimci birliği kurabilecekleri açık olarak anlaşılmaktaydı. Lider girişimci sıfatına sahip kişi ya da kişiler asgari sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin, halka arzı takip eden bir yıl süresince devredemiyordu. Bu kural Tebliğ md. 15/2de düzenleme yeri bulmuştu.

“Madde 15/2: Lider girişimcinin asgari sermaye payını temsil eden hisse senetleri, halka arz suretiyle satış süresinin bitimini takip eden bir yıl boyunca bir başkasına devredilemez. Söz konusu hisse senetleri ancak belirtilen sürenin dolmasından sonra Kurul kaydına alınabilir.”

Tebliğ madde6/A-h ve 6/B-h hükümlerinde ani kuruluşta GYO'nda kurucu ortak olan veya dönüşümde mevcut ortaklığın %10'u veya daha fazla oranda paya sahip bulunan gerçek ve tüzel kişiler için Tebliğ madde 7 birtakım şartlar öngörmüştü. Bunlar;

“a) Müflis olmamaları ve zimmet, ihtilas, irtikap, rüşvet, emniyeti suiistimal, sahtecilik, hırsızlık, dolandırıcılık, istihsal kaçakçılığı hariç kaçakçılık gibi yüz kızartıcı suçlardan dolayı veya Kanun'a muhalefetten dolayı hüküm giymemiş olduklarını yetkili adli mercilerden belgelendirmeleri,

b) Sermaye piyasası faaliyetlerine ilişkin Kurul düzenlemeleri çerçevesinde faaliyet izinlerinden biri veya birkaçı, sürekli veya geçici olarak kaldırılmış veya Borsa üyeliğinden geçici veya sürekli olarak çıkarılmış kuruluşlarda bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu tespit edilmiş kişilerden olmamaları,

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

Fakat lider girişimciye ilişkin tüm düzenlemeler, 12.07.2006 tarihli ve 26226 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan; Seri: VI, No: 20 “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ” ile yürürlükten kaldırılmıştır. Yatırımcının korunması amacı ile getirilen bu düzenlemelerin yürürlükten kaldırılmasının sebebi kanımızca lider girişimci için aranan niteliklerin özellikle de mali gücü ile ilgili niteliklerin ağırlığı, ve bu durumda kuruluşun zorlaştırılmasıdır. Ayrıca çok sayıda pay sahibi olan GYO'da %25 hisseye sahip olmanın kararlar açısından

getireceği eşitsizliğin, düzenlemenin kaldırılmasının gerekçesi olabileceği düşünceindeyiz.

II-KURULUŞ İŞLEMLERİ

Ani usulde veya dönüşerek kurulacak GYO kuruluş şartlarını yerine getirdikten sonra kuruluş işlemlerine geçecektir. Bunlardan ilki TTK, SPK ve Tebliğe uygun bir ortaklık esas sözleşmenin hazırlanması veya halihazırdaki sözleşmelerini ilgili mevzuatlarına uygun olarak değiştirilmesi zorunluluğudur. Aksi takdirde Sanayi ve Ticaret Bakanlığından alınacak izinlerde sorunlar yaşanacaktır.

Sermaye Piyasası Kurulu, sermaye piyasasını ve piyasadaki kurumları belirli bir disiplin altına almak ve keyfiyeti önlemek istediğinden sözleşmeler için belli standartlar ve bağlayıcı hükümler koyarak tek tip esas sözleşme uygulaması öngörmüştür. Her ne kadar BK'nda düzenlenen sözleşme serbestliği ilkesinin sınırlandırılması ve TTK ve SPK'nun kuruculara tanıdığı serbestliklerin ortadan kaldırılması açısından eleştirilse de⁹³, piyasayı denetlemek açısından tip sözleşme uygulaması kaçınılmazdır⁹⁴. Ancak bu tip sözleşmeye sıkı sıkıya bağlı kalınacağı hiçbir hükmünün değiştirilmeyeceği anlamına gelmemektedir. Kurumun özelliklerine göre bazı maddelerde değişikliğe gidilebilecektir.

A-Ana Sözleşmenin Hazırlanması

Şirket ana sözleşmesi, ortaklığın kuruluş amacı, malvarlığı, ehliyeti, organları ve yetkileri, kuruluşun iç organizasyonundaki kural ve usuller ile diğer idari düzenlemeleri belirleyen yazılı bir belgedir⁹⁵. Şirket ana sözleşmesinde kanunla belirlenen zorunlu unsurlar olabileceği gibi şirketin özelliklerine göre ihtiyari bir takım unsurlar da içerebilir.

Ana sözleşmenin önce TTK ve SPK daha sonra Tebliğ hükümlerine uygun olarak hazırlanması gerekliliğini belirtmiştik. TTK md. 279/1 e göre ana sözleşmenin yazılı şekilde yapılması ve bütün kurucuların imzalarının noterce tasdik edilmiş olması şarttır. Ancak sözleşmenin içeriği konusunda herhangi bir resmi şekil öngörülmemiştir. Noter

⁹³ BAHTİYAR, GYO, s.81, dn. 45

⁹⁴ BAHTİYAR, Ana Sözleşme, s.15 vd.

⁹⁵ POROY/TEKİNAL/ÇAMOĞLU, a.g.e, s.276

tasdiki sadece imzaların şirket temsilcilerine aidiyetini belirtmek için getirilen bir zorunluluktur⁹⁶.

1-Ana Sözleşmenin Zorunlu İçeriği

Anonim ortaklıklar için zorunlu unsurları düzenleyen TTK md. 279⁹⁷, SPK'nda aksi hüküm olmadıkça GYO için de hüküm ifade eder. Ayrıca SPK'na tabi anonim şirketler içinde SPK'nda düzenlenmiş bazı zorunluluklarda vardır ve bunların da ana sözleşmede yer alması gerekmektedir.

TTK md.276'ya göre anonim ortaklar ani ve tedrici usulde kurulabilmektedirler. Bu iki usulün farklılığı kuruluş işlemlerindedir. Ani kuruluşta şirket hisselerinin tamamının kurucular tarafından taahhüt edilmesi gerekirken tedrici kuruluşta asgari %10 sermaye taahhüt edilmekte geri kalan kısma ait hisse senetleri ise halka arz edilmektedir. Ancak tedrici usulde kuruluş şirketler için zahmetli ve masraflı olup kurucular tarafından tercih edilen bir usul değildir. Nitekim GYO için tedrici usulde kuruluşu cevaz verilmemiştir⁹⁸. Bu yüzden TTK md. 279'da sayılan unsurlar arasında yer alması da, GYO'nun kuruluş usulünün şirket esas sözleşmesinde gösterilmesi gerekmektedir.

Ana sözleşmede yer alması zorunlu diğer bir unsur ise kurucuların ad, soyad, adres ve uyruklarıdır. TTK md 279/1 hükmü tüm kurucuların imzalarının noterce tasdik edilmesi zorunluluğunu getirmiştir.

GYO'nun ticaret ünvanları ve şirket merkezleri ana sözleşmelerinde belirtilmesi gerekmektedir. Hatta buna ek olarak belirli alanda faaliyet gösteren veya belirli projelere yatırım yapmak üzere kurulan GYO'nun ünvanında faaliyet alanı ve yatırım

96 **SUSAR**,a.g.e, s.97

97 1.Şirketin ticaret unvanıyla merkezinin bulunacağı yer;2. Şirketin maksadıyla mevzuunu teşkil eden muamelelerin nev'i ve mahiyeti;3. Şirketin esas sermayesinin miktarı ile her payın itibari kıymeti, ödeme suret ve şartları; 4. Paradan başka sermaye olarak konan haklar ve mallarla bunlara mukabil verilecek hisse senetlerinin miktarı ve mevcut bir işletmenin veya bazı ayınların devir alınması bahis mevzuu olduğu takdirde onun bedeli ve kurucular tarafından şirketin kurulması için şirket hesabına satın alınan diğer şeylerin bedelleriyle şirketin kurulması hususunda hizmetleri görülenlere verilmesi gereken ücret veya tahsisat yahut mükafatın miktarı;5. Kurucularla idare meclisi azalarına ve diğer kimselere şirket kazancından sağlanacak hususi menfaatler;6. Şirket işlerini idare ve murakabe ile mükellef olanların ne suretle seçilecekleri ve bunların hak ve vazifeleri ve imza koymaya salahiyyetli olanlar7. Umumi heyetlerin ne suretle davet edileceği; toplantıların vakti ve rey verme ile müzakere icrası ve karar verilmesi hususlarının tabii olduğu kayıt ve şartlar;8. Şirket bir müddet ile tahdit edilmişse bu müddet; 9. Şirkete ait ilanların ne suretle yapılacağı;10. Ani Kuruluş halinde, her ortağın taahhüt ettiği sermayenin nev'i ve pay miktarı.

98 Tedrici usulde kuruluş GYO'nun kuruluş amaçlarını karşılayamayan bir usuldür. Zira GYO'nun hisse senetlerinin talep görmesi için hisse senetlerini portföyünü oluşturduktan sonra halka arzetmesi gerekmektedir. **KODAL**, a.g.e 46

projesi de yer almalıdır. Ayrıca ana sözleşmede şirket merkezi de gösterilmeli şirketin adresi belirtilmelidir. GYO fiili ve hukuki bağı bulunması şartıyla herhangi bir yeri merkez olarak seçebilir.

GYO'nun amacı ve işletme konusu da ana sözleşmede belirtilmesi zorunlu başka bir husustur. TTK'nın 137inci maddesini incelediğimizde karşımıza ticaret ortaklıklarının ehliyetinin kapsam ve sınırlamaları çıkmaktadır. İlgili madde; *“Ticaret şirketleri hükmi şahsiyeti haiz olup şirket mukavelesinde yazılı işletme mevzuunun çevresi içerisinde kalmak şartıyla bütün hakları iktisap ve borçları iltizam edebilirler. Bu husustaki kanuni istisnalar mahfuzdur.”* şeklinde düzenlenmiştir. TTK'nın md 271'e göre *“Anonim şirketler kanunen yasak olmayan her türlü iktisadi maksat ve konular için kurulabilirler. Şu kadar ki; esas mukavelede şirket mevzuunun hudutlarının açıkça gösterilmiş olması şarttır.”* Buna göre şirketlerin hak ve fiil ehliyetleri işletme konularıyla sınırlıdır. Şirketlerin esas sözleşmelerinde belirtilen konular ile sınırlı ehliyeti haiz olacaklarını ifade eden kavram “ultra vires” kavramıdır. Ultra Vires ilkesine göre kurucular; şirketin ehliyetinin sınırlarını, esas sözleşmeyi hazırlarken çizmektedirler. Bu sınır belirli bir şekilde tespit edilir ve sınır dışı işlemler ultra vires olur, yani ortaklığı bağlamaz başka bir deyişle ortaklık bakımından yoklukla sakattır. Öyle ki, ortaklık bu işleme sonradan istese dahi icazet veremez. Ancak ana sözleşmesindeki konu maddesini değiştirip, o işlemi kapsar hale getirmesi ve işlemi yeniden yapması gerekir.⁹⁹ Ultra vires işlem, yok hükmünde olduğundan, tarafların bu işlemi ifa etmeleri ya da bu işleme dayanarak dava açmaları veya herhangi bir hak talep etmeleri de mümkün değildir.¹⁰⁰ Ancak ultra vires kavramı bugün Amerika'da terk edilmiş bir kavram olup, Türk hukukunda ise hazırlanan TTK tasarısında da ilkeye yer verilmemiştir¹⁰¹.

Ancak anonim ortaklıklar için getirilen bu kısıtlama GYO için daha da sınırlıdır. Tebliğ md. 23 ile md.37 arasında GYO'nun faaliyet konuları ayrıntılı bir şekilde düzenlenmiş ve bu maddelerde GYO'nun faaliyet konuları genel olarak gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı haklar ve projeler olarak belirtilmişse de bunun dışındaki faaliyet konularına sınırlı ölçüde yer verilmiştir. GYO'nun faaliyet konularının şirket ana sözleşmelerine uygun olarak sınırlandırıldığı gibi yer alması gerekmektedir.

⁹⁹ POROY/TEKİNALP/ÇAMOĞLU ,a.g.e, s: 100

¹⁰⁰ MORSE, Geoffrey; Charlesworths Company Law,London 1987 s:52

¹⁰¹ www.kgm.adalet.gov.tr/tktasarisi.htm , 20.04.2008

GYO'na getirilen kayıtlı sermaye sistemin bir sonucu olarak bunun da esas sözleşmede belirtilerek, başlangıç veya ödenmiş sermayeleri ile pay sayıları, bunların itibari değerleri, türleri ve ödenme şekilleri ile şartlarının da ayrıntılı bir şekilde ana sözleşmede gösterilmesi gerekmektedir¹⁰².

Yatırım ortaklıklarının kuruluşunda kayıtlı sermaye tavanının başlangıç sermayesinin 20 katını geçmemek üzere belirlenmesine ilişkin 17.12.1998 tarihinde 116/1387 sayılı ilke kararı mevcuttur ve bu tavan Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Esaslar Tebliği md.5de Kurul'un iznine tabi tutulmuştur¹⁰³.

Bizim hukuk sistemimizde itibari değeri olmayan hisse senedi çıkarma imkanı olmadığından TTK md. 399 hükmüne göre hisse senetlerinin asgari itibari değeri, en az bir yeni kuruştur

TTK md.409/2 hükmüne göre, ana sözleşmede aksine hüküm bulunmadıkça hisse senetleri nama yazılacaktır. GYO'nın ortaklık payları nama veya hamiline yazılı olarak ihraç edilebilir. Ancak aynı sermayeyi temsil eden payların nama yazılı olması, halka arz edilen payların hepsinin de aynı cins yani ya hepsinin nama ya da hepsinin hamiline olması zorunludur¹⁰⁴.

Ana sözleşmede yer alması zorunlu diğer bir unsur ise yönetim kurulu üyeleri ile denetçilerin ne şekilde seçilecekleri, hak ve görevleri ile ad, soyad, adres ve uyruklarıdır. TTK md. 279/II-6 de bunu hüküm altına almıştır. Ancak bu hüküm TTK'nun başkaca hükümleriyle çelişmektedir. Çünkü yönetim kurulu üyelerinin ve denetçilerinin seçilme usullerine ilişkin düzenlemelerine TTK'nun bazı hükümlerinde yer verilmiştir. Dolayısıyla seçilme usullerinin ana sözleşmede ayrıca gösterilmesine gerek yoktur. Ancak ilk yönetim kurulu ve denetçilerinin ad, soyad, adres ve uyruklarının ana sözleşmeye yazılması zorunludur¹⁰⁵.

GYO'nın ana sözleşmelerinde genel kurulların toplantıya çağrı şekli ile toplantıların zamanı, görüşme, oy ve kararlara ilişkin hususların da mutlaka gösterilmesi

¹⁰² **BAHTİYAR**, Kayıtlı Sermaye, s.119, **BAHTİYAR**, Anasözleşme, s.57

¹⁰³ http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat_index.html, 20.04.2008

¹⁰⁴ **SUSAR**, a.g.e, s.100

¹⁰⁵ **POROY/TEKİNALP/ÇAMOĞLU**, a.g.e, s.276, **BAHTİYAR**, Anasözleşme, s.143

gereklidir¹⁰⁶. SPK md.11/6 TTK md. 368'e istisna getirmiştir. Buna göre “*Nama yazılı olarak ihraç edilmiş olup da, borsalarda veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem gören hisse senetleri hakkında Türk Ticaret Kanununun 368 inci maddesindeki, ortaklara taahhütlü mektup gönderilmesi suretiyle toplantı gününün bildirilmesine ilişkin hüküm uygulanmaz.*” Düzenlemenin amacı, nama yazılı senet borsalarda veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda elden çıkarıldığında ve yeni malik de henüz pay defterine işlenmeden TTK md.416/2 ve 417/son gereğince halen ortaklığa karşı pay sahibi durumunda görünen senedi elinden çıkaran kimse olacağından gereksiz davetlerin önlenmesidir. Ancak söz konusu hüküm sadece hisse senetleri borsada işlem gören anonim şirketleri bağlayıcı bir hükümdür.¹⁰⁷

GYO'na ilişkin ilanlar TTSG'nde ve şirket merkezinin bulunduğu yerde çıkan bir gazete ile TTK ve sermaye piyasası mevzuatında belirlenmiş sürelerle uyularak yapılmalı ve bu da ana sözleşmede belirtilmesi zorunlu unsurlardandır.

SPK md.15/1 hükmüne göre; “*Halka açık anonim ortaklıkların esas sözleşmelerinde birinci temettü oranının gösterilmesi zorunludur. Bu oran, Kurul tarafından belirlenecek ve tebliğlerle ilan edilecek miktardan aşağı olamaz. Kurul, ihraççıların türleri ve dağıtılabilir kar tutarları itibarıyla temettü dağıtım zorunluluğunu kaldırabilir veya erteleyebilir.*” Bu madde ile getirilen şartların ilki birinci temettü oranının ana sözleşmede gösterilme zorunluluğudur. İkinci şart ise, ilk temettü oranını Kurul'un belirleyeceğidir.

2- Ana Sözleşmenin İhtiyari İçeriği

Ana sözleşmenin zorunlu olmayan içeriğine, ana sözleşmeye dilenirse yazılabilecek ama yazılmasa bile hukuki olarak zaten geçerli olacak ya da geçerlilik kazandırılabilir hususlar girmektedir. Bunlar bir genel kurul kararı, bir borçlar hukuku sözleşmesi veya kanun hükümleri tekrarlarıdır¹⁰⁸. Taraflar kanuna aykırı olmamak kaydı ile diledikleri hususları ana sözleşmeye koyabilirler.

¹⁰⁶ BAHTİYAR, GYO, s.11

¹⁰⁷ bknz.4487 sayılı Kanun gerekçesi, www.spk.gov.tr/mevzuat ,08.04.2008

¹⁰⁸ SUSAR, a.g.e, s.106

B-Sermaye Piyasası Kurulu'nun Uygun Görüşü

Anasözleşme hazırlandıktan ve kurucu ortaklar tarafından imzalanıp, imzalar noterce tasdik edildikten sonra Tebliğde belirtilen eklerle Kurul'a başvurur. Kurul yapılan başvurunun sermaye piyasası mevzuatı ve ilgili mevzuata uygun olup olmadığını inceler. Herhangi bir aykırılık yoksa kuruluş veya dönüşüm talebine uygun görüş bildirir. Dönüşüm açısından Kurul'un uygun görüşü genel kurul onayı öncesi ön görüş niteliğindedir¹⁰⁹ Çünkü TTK md.388-399'a göre anasözleşme tadillerinin gerekli izinler alındıktan sonra genel kurulda ve varsa imtiyazlı pay sahipleri genel kurulunda onaylanması gerekmektedir. Kurul'ca başvurunun uygun görülmesi halinde, ani usulde kuruluşta kuruluşun, dönüşümde ise esas sözleşme değişikliklerinin onaylanması talebi ve sermayenin Tebliğ hükümlerine uygun olarak ödenmiş olduğunu gösterir belgeler ve gerekli diğer belgelerle birlikte Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'na başvurulur.

Kurul'un olumsuz görüşüne karşı idari yargı yoluna başvuru mümkündür.

C-Sanayi ve Ticaret Bakanlığının İzni

GYO,TTK md.273¹¹⁰ uyarınca, kuruluş aşamasında Sanayi ve Ticaret Bakanlığından izin almak zorundadır. Kurul'un uygun görüşü alındıktan sonra Bakanlığa başvuru üzerine bakanlığın incelemesinin ekonomik mi hukuki mi olacağı doktrinde tartışmalıdır¹¹¹. İncelemenin ekonomik olacağını savunan yazarlar, hukuki incelemenin ticaret mahkemesinin onayı aşamasında yapılacağını ve dolayısıyla Bakanlığın ekonomik bir inceleme yapması gerektiğini belirtirler¹¹². Ancak aksi görüştekiler de TTK md.280/2 yi dayanak göstererek, maddede belirtilen Sanayi ve Ticaret Bakanlığının ana sözleşmenin kanunun yorumlayıcı hükümlerine aykırılığına dayanarak izinden kaçınmayacağı hususunun hukuki inceleme yapıldığının göstergesi olduğunu ileri sürmektedirler¹¹³. Ancak ticaret mahkemelerinin onayı zorunluluğunu öngören TTK md.299 yürürlükten kaldırıldığı için Bakanlığın incelemesinin hem hukuki hem de ekonomik olması gerektiği görüşündeyiz.

¹⁰⁹ TUNCEL, Kürşat, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Türkiye Uygulaması, Ankara 1997, s.55

¹¹⁰ Sanayi ve Ticaret Bakanlığınca yayımlanacak tebliğle faaliyet alanları tespit ve ilan edilecek anonim şirketler Bakanlığın izni ile kurulur. Bu şirketlerin esas mukavele değişiklikleri de Bakanlığın iznine tabidir. Bunun dışında anonim şirketlerin kuruluşu ve esas mukavele değişiklikleri Bakanlığın iznine tabi değildir.

¹¹¹ POROY, bu konudaki değişik görüşlere değinerek tartışmanın artık konusuz kaldığını belirtmiştir. Çünkü KHK/559 ile AO'ın kuruluşunda ve sermaye artırımlarında mahkemece yapılan inceleme ve kuruluşun onanması aşaması kaldırılmıştır. POROY/TEKİNALP/ÇAMOĞLU, a.g.e, s.279

¹¹² ÇOLAK/ALICI, a.g.e, s.55

¹¹³ TUNCEL, a.g.e, s.58

D-Türk Ticaret Sicili'ne Tescil

Bakanlığın da izni alındıktan sonra tüzel kişilik kazanmak için gerekli, kuruluşu tamamlayan son zorunlu işlem, GYO'nun Türkiye Ticaret Sicili'ne tescil edilmesi işlemidir. GYO'nu temsile yetkili kişi veya yönetim kurulu, Bakanlık izninin alınmasından itibaren 15 gün içerisinde tescil için sicile başvurmalıdır. Başvuru yapılacak olan sicil GYO'nun şirket merkezinin bulunduğu yerdeki ticaret sicilidir. TTK md.301/1 e göre tüzel kişilik tescil ile kazanılır.

Tescilden sonra TTSG'nde yapılacak olan ilanın tüzel kişiliğin kazanılması açısından bir önemi olmayıp sadece TTK md. 300/1'den kaynaklanan kanuni bir zorunluluktur. İlanı içeren TTSG'nin bir nüshası Tebliğ md.13/a uyarınca ilan tarihinden itibaren 6 iş günü içinde Kurul'a gönderilir.

E-Tüzel Kişiliğin Kazanılması

Ortak çıkarları korumak ve ortak gereksinimleri karşılama gibi toplumsal nedenler, insanları ortak bir amaç çerçevesinde toplanmaya ya da belirli malları belirli bir amaca özgülemeye yöneltmiştir. Böyle bir amaç uğruna oluşturulan insan ve mal topluluklarının hukuk düzenince ayrı bir varlık olarak tanınması ile ortaya tüzel kişilik kavramı çıkmıştır¹¹⁴. Tüzel kişiliğin tanımı Türk Medeni Kanunu (MK)'nun 47. maddesinde yapılmıştır. Bu maddeye göre;

“Başlı başına bir varlığı olmak üzere örgütlenmiş kişi toplulukları ve belirli amaca özgülenmiş olan bağımsız mal toplulukları, kendileri ile ilgili özel hükümler uyarınca tüzel kişilik kazanırlar.

Amacı hukuka ve ahlaka aykırı olan kişi ve mal toplulukları tüzel kişilik kazanamaz.”

Tarihi gelişim süreci içerisinde, tüzel kişiler hukukun ve hayatın oldukça farklı alanlarında varlık göstermişlerdir. İnsan ihtiyaçlarının artması ve hukuk sisteminin artan insan ihtiyaçlarını mümkün olan en üst düzeyde karşılamaya çalışması neticesinde karşımıza çeşitli türlerde tüzel kişilikler çıkmıştır. Kısaca bu tüzel kişilikleri, kamu

¹¹⁴ AKÜNAL, Teoman, Türk Medeni Hukukunda Tüzel Kişiler, İstanbul 1995, s.11, OĞUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR, Kişiler Hukuku, İstanbul 2005, s.161

hukuku tüzel kişilikleri, özel hukuk tüzel kişilikleri, kamu iktisadi teşebbüsleri olarak sıralamak mümkündür¹¹⁵.

Hukuk düzeni içerisinde gerçek kişilerin amaçlarına daha kolay bir şekilde ulaşabilmelerini sağlamak amacıyla tüzel kişilikler yaratma yoluna gidilmiştir. Bunun sonucunda da karşımıza kimi zaman gerçek kişilerin hak ve ehliyetlerinden dar kapsamlı kimi zaman da daha geniş kapsamlı hak ve ehliyetlere sahip tüzel kişiler çıkmıştır¹¹⁶.

GYO da kuruluş işlemlerinin ardından tüzel kişilik kazanarak hak ve fiil ehliyetine sahip olurlar.

1-Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Hak Ehliyeti

Tüzel Kişilerin ehliyeti MK m. 48’de düzenlenmiştir. Buna göre *“Tüzel kişiler, cins, yaş, hısımlık gibi yaradılış gereği insana özgü niteliklere bağlı olanlar dışındaki bütün haklara ve borçlara ehildirler.”*

Genel olarak tüzel kişiliklerin hak ehliyetini düzenleyen hükmünden anlaşılacağı gibi, MK, tüzel kişilerin birer toplumsal varlık, toplumsal gerçeklik oldukları düşüncesinden hareketle aynen gerçek kişiler gibi, ancak gösterdikleri yaradılış farklılığı gereği söz konusu olabilecek istisnalar dışında, tüm hakları kazanabileceklerini kabul etmektedir¹¹⁷.

GYO’nun hak ehliyetlerine ilişkin göz önünde tutulması gereken madde, ticaret ortaklıklarının ehliyetinin kapsam ve sınırlamalarını düzenleyen TTK’nın 137inci maddesidir. İlgili madde;

“Ticaret şirketleri hükmi şahsiyeti haiz olup şirket mukavelesinde yazılı işletme mevzuunun çevresi içerisinde kalmak şartıyla bütün hakları iktisap ve borçları iltizam edebilirler. Bu husustaki kanuni istisnalar mahfuzdur.” şeklinde düzenlenmiştir

¹¹⁵ AKÜNAL, a.g.e, s. 4 vd.

¹¹⁶ AKÜNAL, a.g.e, s.13

¹¹⁷ KUNTALP, Erdem, Ticaret Ortaklarının Ehliyeti, İstanbul 1999, s.58

GYO'nun hak ehliyeti açısından SPK md.30/f de düzenlenen portföy işletmeciliği faaliyeti önemlidir. Çünkü portföy işletmeciliği GYO'nun kuruluş amacının temelidir. Portföyü oluşturacak varlıklar ve yatırım faaliyetleri GYO'nun hak ehliyetinin kapsamını ve sınırlarını belirleyeceklerdir¹¹⁸.

GYO'nun esas faaliyetinin portföy işletmeciliği olmasının sonucu olarak portföyde yer alacak değerlerin ve kalemlerin saptanması işletme mevzuunu ortaya koymak açısından önemlidir. GYO'nun tanımını yapan Tebliğ madde 4/a hükmüne göre GYO gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilecektir. Bu madde GYO'nun faaliyet sınırlarını belirlemektedir.

GYO'nun hak ehliyetine sınırlama getiren bir diğer madde ise, tebliğin 5. maddesidir. Bu maddede GYO'nun türleri belirlenmiştir. Buna göre GYO Belirli bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla süreli, belirli alanlarda yatırım yapmak amacıyla süreli veya süresiz, amaçlarında bir sınırlama olmaksızın süreli veya süresiz, olarak kurulabileceklerdir. GYO'nun hak ehliyeti de kuruluş türüne göre sınırlandırılmış olacaktır.

GYO'nun "Yapamayacakları İşler" başlıklı Tebliğin 24. maddesi de hak ehliyetinin sınırlarını çizmeye yardımcı bir diğer maddedir. Maddenin c bendine göre Tebliğ'de izin verilen yatırım alanları ile sınırlı olmak üzere kendi adına portföy işletmeciliği faaliyeti dışında sermaye piyasası faaliyetinde bulunamayacaktır.

Görüldüğü gibi GYO ilgili mevzuatlarıyla sınırlandırılmış bir alanda faaliyet gösteren bir sermaye piyasası kurumudur. İşletme konusunu sınırlayıcı şekilde belirleyen tebliğ maddeleri ultra vires'in bu ortaklıklar için önemini de ortaya koymaktadır. Zira GYO'nun esas sözleşmesi açısından sözleşme serbestisi geçerli olmayacak, GYO sınırları belirli konularda, portföy işletme amacına uygun, uzman bir kadro ile faaliyette bulunan bir ortaklık olacaktır¹¹⁹.

¹¹⁸ BELEN, a.g.e s.90

¹¹⁹ BAHTİYAR, GYO, s.60

2-Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Fiil Ehliyeti

GYO'nun yönetime ait işleri, şirketin icra organı organı olan yönetim kurulu vasıtasıyla yürütülür. Yönetim kurulu Tebliğ md.18'de de belirtildiği üzere TTK da düzenlendiği gibi seçilir ve görev yapar. Yönetim kurulunun özellik arz eden kararları tebliğ md. 21/B de sayılmıştır.Bu kararlar;

- 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 hisse senetlerinin halka arzında, satın alma taahhüdünde bulunan aracı kuruluşun belirlenmesine ilişkin kararlar,*
- e) *Ortak 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)¹²⁰ bendinde yer alan tüzel kişilerin ihraç ettiği menkul kıymetlerin ortaklık portföyüne alınmasına ilişkin kararlar,*
- i) *Bunlar dışında kalmakla birlikte, (A) bendinde sayılan taraflardan herhangi birisinin lehine sonuç doğurucu nitelikteki kararlar.*

Özellik arz eden bu kararlar yönetim kurulunda oybirliği ile alınmalı,buna uyulmadığı takdirde Kurul ve Borsaya bildirimde bulunulmalı ve yapılacak ilk genel kurul toplantısından gündem maddesi yapıp ortaklara bilgi verilmelidir. Bu düzenlemenin amacı kamuoyunu aydınlatmak ve yatırımcıları bilinçlendirmektir. Ancak bu amaçla konulmuş bir hükme uymamanın yaptırımının Tebliğde belirtilmemesi eleştirilere yol açmıştır. Ancak tebliğlerin genel düzenleyici işlemlerden olmalarının

¹²⁰ Taraflar;

- a) Ortaklıkta sermayenin %10 veya üzerinde paya 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

sonucu olarak kanuna uygun olarak düzenlemelerinin şart olması sonucunda, tebliğ ile getirilen yaptırımların SPK'ya uygun olması gerektiğinden , Tebliğde herhangi bir yaptırım getirilmesi durumunda suç yaratılmış olacak ve anayasal ilkelerden “suçların kanuniliği” ilkesi ile karşılaşılacaktır. Bu durum tebliğ ile aşılamayacağından TTK'na göre özel kanun durumunda olan SPK tarafından düzenlenmesi gerekmektedir. Ayrıca tebliğ çıkarılmasının kolaylıkları göz önünde bulundurulduğunda bunların değiştirilmesi durumunda sürekli ana sözleşme değişikliğine gidilmesi zorunluluğu hasıl olacaktır¹²¹.

GYO'nun hukuki örgütlenme biçimin anonim ortaklık olmasındaki en büyük etken ve gerekçe, anonim ortaklığın kamuyu aydınlatma hükümlerinden yararlanılması ve aleniyet sağlanarak güven telkin etmesi ve böylece yatırımcıları yatırım ortaklıklarına yöneltilmesidir. Bu durum karşısında yasal bir düzenleme SPK m.d.36 hükmü getirilmiş ve durum yasal bir dayanağa kavuşmuştur¹²².

GYO hukuki örgütlenme biçimi olarak anonim ortaklık şeklinde kurulduğundan anonim ortaklıklara özgü faaliyetlerde bulunacaklardır. Bu faaliyetler GYO'nun şirket olmasından ve şirket olarak varlığını sürdürmesi için gerekli idari faaliyetlerdir. Bu faaliyetlere örnek olarak GYO'nun organizasyon kurması, donanımını sağlaması gösterilebilir.

GYO bir sermaye piyasası kurumu olarak, bu durumundan ötürü bir takım faaliyetler yürütmesi ve birtakım yükümlülükleri yerine getirmesi gerekmektedir. Bu yükümlülükler kamuyu aydınlatma ve yatırımcıyı koruma adına yapılması gereken yükümlülüklerdir. Borsaya kotasyon, kurul kaydına alınma, ekspertiz raporlarını hazırlanması ve bunun gibi faaliyetlerin amacı aleniyet sağlanmasıdır¹²³.

Ancak GYO'nı tipik anonim ortaklıktan ve diğer sermaye piyasası kurumlarından ayırt eden faaliyetleri gayrimenkul ağırlıklı portföy yönetimi faaliyetleridir. Ortaklık hem gayrimenkule dayalı bir portföy oluşturacak hem de gayrimenkul sertifikalarına, varlığa dayalı menkul kıymetlere ve Tebliğ ile izin verilen diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapacaklardır.

¹²¹ BELEN, a.g.e, s.123

¹²² İHTİYAR, Mustafa, Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 2006, s.48

¹²³ İHTİYAR, a.g.e, s.28 vd.

Tüm bu faaliyetler GYO'nun fiil ehliyeti sınırlarını belirleyecektir. Ancak bu faaliyetleri yerine getirirken emredici hükümlere ve kanunlara uygun olarak davranmak zorundadır.

F-Organizasyon Kurma ve Portföy Oluşturma

GYO'nun tüzel kişilik kazanması sonrası sermaye piyasasında faaliyet gösterebilmeleri için yapması gereken zorunlu işlemler vardır. Bunlardan biri de yatırım ortaklığı olmasının zorunlu gereği portföy işletmeciliği ve yöneticiliği faaliyetinde bulunmak üzere kurulmasıdır¹²⁴. Bu durum SPK md 35/2 de düzenlenmiştir. Buna göre;

“Bu ortaklıkların kuruluş izni alabilmeleri için 30 uncu maddenin birinci fıkrasının (f) bendinde belirtilen portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere Kurula başvuruları şarttır. Yatırım ortaklıklarının portföy işletmek dışında yapabilecekleri faaliyetler Kurulca düzenlenir.”

GYO'nun kanunda belirlenen kuruluş amaçlarının gerçekleştirilmesi için varlık portföyüne sahip olmak zorundadır. Bunun yanında gayrimenkul finansmanı olarak GYO en önemli işlevlerinden bir tanesi gayrimenkullerin likit değerler haline getirilmesi yani menkul kıymetleştirilmeleridir. Bunun ilk adımı da gayrimenkul ve buna bağlı haklardan oluşan portföye sahip olunmasıdır¹²⁵. Tebliğ md. 10/1 GYO için TTSG'ne tescilden itibaren ödenmiş sermaye miktarlarına göre bir, üç ve beş yıllık süre içerisinde varlık portföyünü oluşturmalarını zorunlu kılmıştır.

GYO varlık portföyünü oluştururken kuruluş amacına göre yani türüne göre davranmalıdır. Faaliyet konusunu gerçekleştirebilecek nitelikteki gayrimenkul ve buna bağlı hak ve projeleri portföyüne dahil etmelidir¹²⁶. Zira bu husus tebliğ ile bir zorunluluk haline getirilmiştir. Tebliğ md. 30/2 hükmü *“Belirli alanlarda faaliyet göstermek veya belirli projelere yatırım yapmak üzere kurulan ortaklıkların portföylerinin en az %75 inin unvanlarında ve/veya esas sözleşmelerinde belirtilen varlıklardan oluşması zorunludur.”* şeklinde düzenlenerek portföyün çeşitlendirilmesine bir takım zorunluluklar öngörmüştür.

¹²⁴ KODAL, a.g.e, s.52

¹²⁵ ERTEN, a.g.e, s.37

¹²⁶ ÇOLAK/ALICI, a.g.e, s.52

Genel amaçlı GYO için ise değişiklikten önce yapılan düzenlemede portföyün en az 3 farklı gayrimenkul ve/veya gayrimenkul projelerinden oluşması gerektiğini şart koşarken değişiklik sonrası bu zorunluluk kaldırılmıştır. Buna göre Tebliğ md.30/1 “Genel amaçlı gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerini sektör, bölge ve gayrimenkul bazında çeşitlendirmeleri ve uzun vadeli yönetmeleri esastır.” Değişen bu hüküm portföyün çeşitlendirilmesine herhangi bir zorunluluk getirmemiş sadece uzun vadeli yönetim esasını öngörmüştür.

Öngörülen bu süreler içerisinde yapması gereken sadece varlık portföyünü oluşturmak değil, faaliyetlerini yürütülebilmesi için gerekli olan mekan, donanım ve personeli temin etmeleri ve organizasyonu kurmaları, şekli ve esasları Kurulca belirlenecek halka arz başvuru formunu ve formda belirtilen belgeleri tamamlayarak ödenmiş sermayelerinin asgari % 49’unu temsil eden halka arz edilecek hisse senetlerinin kayda alınması talebiyle Kurula başvurmaları zorunludur¹²⁷.

Kayda alınma, bir ortaklığa ilişkin her türlü olumlu ya da olumsuz bilginin, kamuoyuna açıklanması koşuluyla Kurul’un hisse senetlerinin halka arzını kabul edeceğini anlatır. Yani Kurul’un kayda alınma başvurusunu reddetme yetkisi yoktur. Ancak başvuru yapan ortaklığın halka arz edilecek hisse senetlerinin kurul kaydına alınmasına ilişkin genel düzenlemeleri içeren Seri:I No:26 sayılı “Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği” md. 2’ye göre anonim ortaklıkların kuruluş aşamalarında veya faaliyetleri sırasında mevcut veya arttırılan sermayelerini temsil eden hisse senetlerinin halka arzı için, hisse senetlerinin Kurul kaydına alınması istemiyle Kurul’a başvurmaları zorunludur. Kurul kaydına alınmayan hisse senetlerinin halka arz edilmesi mümkün değildir. GYO’na ilişkin esaslar Tebliği md.10, Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliğinde anonim ortaklıklar için öngörülen genel düzenlemeyi, GYO için tekrar etmiştir. Yani GYO da halka arz için hisse senetlerini kurul kaydına alınması amacıyla Kurula başvurmak zorundadır. Başvuruyu, varlığını sürdürmesi için gerekli olan, mekan, donanım ve personeli temin edip organizasyonunun kurulması ve portföyün oluşumundan sonra yapmalıdır. Yani GYO’lar Tebliğ md.10 da belirtilen süreler içerisinde gerekli şartları yerine getirmek zorunda olduğu gibi kayda alınma başvurusunu da gerçekleştirmelidir. Aksi takdirde süreler içinde halka arz başvurusu için Kurula başvurmayan veya gerekli şartları sağlamadığı için başvurusu Kurulca uygun görülmeyen ortaklıkların, GYO olarak

¹²⁷ KODAL, a.g.e, s.59, SUSAR, a.g.e, s.111

faaliyette bulunma hakları ortadan kalkar. Ortaklıklar, ilgili sürenin bitiminden veya Kurulun olumsuz görüşünün kendilerine bildirildiği tarihten itibaren en geç üç ay içinde esas sözleşme hükümlerini gayrimenkul yatırım ortaklığı faaliyetini kapsamayacak şekilde değiştirmek ve kayıtlı sermaye sisteminden çıkmak üzere Kurula başvurmakla yükümlüdürler. Ortaklıklar bu değişiklikleri yapmadıkları takdirde, TTK'nın 434 üncü maddesinin birinci fıkrasının (2) ve (6) numaralı bentleri hükümleri gereğince münfesi kabul edilirler. Ancak Kurul, hisse senetlerinin ihraç edileceği piyasalarda önemli olumsuzlukların ortaya çıkması halinde ortaklığın başvurusu üzerine ilgili süreleri uzatabilir. Bu süre uzatımı GYO için tanınmış bir esnekliktir. Fakat piyasada yaşanan herhangi bir olumsuzluk söz konusu ise, bu nedenin açık bir şekilde ortaya konulması ve Kurul'un sahip olduğu takdir yetkisinin objektif kriterlere dayanması gerekmektedir¹²⁸.

Kanımızca kayıtlı sermaye sisteminden çıkarılmayı öngören düzenleme yerinde bir düzenleme değildir. Zira kayıtlı sermaye sistemi sadece GYO için öngörülen bir düzenleme olmayıp, diğer halka açık anonim ortaklıkların da içinde bulunabileceği bir sistemdir. Yani gerekli şartları yerine getiren bir halka açık anonim ortaklık, kayıtlı sermaye sisteminde kalabilmektedir.

Tebliğ md.12/1'e göre Kurul, ortaklığın portföy işletmeciliği faaliyet izni başvurusu ile hisse senetlerinin kayda alınması başvurusunu birlikte değerlendirir. Portföy işletmeciliği faaliyet izni verilmesinde Kurul esas olarak, ortaklığın faaliyetlerini yürütmeye elverişli bir mekana, donanım, personele, organizasyona, yöneticilere sahip olup olmadığını inceler ve inceleme sonucunda ortaklığın portföy işletmeciliği faaliyetini yürütebileceği sonucuna varırsa bu konuda yetki belgesi verir. Yetki belgelerinin, verildiği tarihi izleyen onbeş gün içinde ticaret siciline tescili ve TTSG'de ilanı zorunludur. Bu belgeye ilişkin her türlü değişiklik aynı şekilde tescil ve ilan olunur.

Portföy işletmeciliği sermaye piyasası faaliyetlerinden biri olduğu için bu faaliyette bulunabilmek için SPK md.30 uyarınca Kurul'dan izin almak zorunludur. Kurul GYO için gerekli incelemeyi yaptığında mekan, donanım, organizasyon açısından herhangi bir eksiklik tespit etmezse, GYO'na portföy işletmeciliği için yetki belgesi verir¹²⁹.

¹²⁸ BAHTİYAR, GYO, s.66, ÇOLAK/ALICI, a.g.e, s.52

¹²⁹ TUNCEL, a.g.e, s 44

G-Kurul Kaydına Alınma

Halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının yani hisse senetlerinin Kurul kaydına alınması genel bir zorunluluktur. Kayıt altına alınmanın zorunluluk haline getirilmesinin amacı, sermaye piyasasının aleniyet ilkesinin gereklerinin yerine getirilmesiyle beraber, kamunun aydınlatılmasıdır¹³⁰.

Hisse senetlerinin halka arzında açıklanacak bilgilerin SPK md.6 uyarınca izahnamede belirtilmesi gerektiği gibi, halka yapılacak davet sirküleri marifetiyle olur. Kurul kayda alma işlemlerini, izahname ve sirküleri GYO ve hisse senetlerine ilişkin mevzuata uygunluk açısından inceler. Kurul inceleme sonucunda yeterli bulmadığı hususları ve yatırımcıyı yanıltıcı bir husus tespit ederse, gerekçe göstererek kayda almayı reddedebilir. Ancak yapılan inceleme sonucunda bir eksiklik tespit edilemezse veya gerekli düzeltmeler yapılırsa, Kurul hisse senetlerinin kayda alınmasına karar verecektir. Karar; sadece halka arz edilecek hisse senetlerini değil, bununla beraber GYO'nun sermayesini temsil eden tüm hisse senetlerini kapsar. Bu durum Kurulun 16.04.1998 tarih ve 20/333 sayılı ilke kararıyla da belirtilmiştir. Kurul kaydına alınma kararıyla bunu gösteren belge GYO'na verilir¹³¹.

Portföy işletmeciliği izni alınmadan ve Kurul kaydına alınmadan hisse senedi ihraç eden GYO için SPK md.46 Kurula ortaklığın faaliyetlerinin durdurulması için her türlü yetkiyi tanımıştır. Bu durumda Kurul; kayda alınmadan yapılan halka arz ve satış sonucu, satılan veya satışı yapılacak senetler için her türlü teminattan muaf olarak ihtiyati tedbir ve ihtiyati haciz istemeye, tedbir ve haciz tarihinden itibaren altı ay içinde dava açmaya veya takip yapmaya; her türlü hukuki ve cezai sorumluluk saklı kalmak kaydıyla, izinsiz sermaye piyasası faaliyet ve işlemlerinin doğurduğu sonuçların iptali için tespit tarihlerinden itibaren üç ay, vukuu tarihlerinden itibaren bir yıl içinde dava açmaya yetkilidir¹³². Ayrıca GYO'nun temsilcileri için de SPKda cezai yaptırımlar öngörülmüştür¹³³.

¹³⁰ BAHTİYAR, Kayıtlı Sermaye, s. 82 dn.138

¹³¹ ÇOLAK/ALICI, a.g.e, s.116

¹³² ÇOLAK/ALICI, a.g.e, s.54

¹³³ ÇAMOĞLU, YK, s.68

H-İzahname ve Sirküler

Kurul kaydına alınma sonucunda izahname ve sirküler Kurul tarafından onaylanır. İzahnamede, şirketin amacı, süresi, ticaret ünvanı, tescil tarihi, halka arz edilecek hisse senetlerinin tutarı ve oranı, şirketin faaliyet ve yaptırımları, şirketin finansal tabloları, imtiyazlı paylar gibi konularda bilgiler yer alır. İzahname onaylandıktan sonra, kayda alınmayı takip eden 15 gün içinde GYO'nun kayıtlı olduğu ticaret siciline tescil edilir ve TTSG ile ilan edilir.

Sirküler ise, GYO'nun hisselerinin yatırımcılar tarafından satın alınmasını sağlamak amacıyla yayınlanan bir duyurudur. Bu duyuruda izahnamenin ilan edildiği ticaret sicil gazetesinin tarih ve sayısının gösterilmesi gereklidir. Sirküler izahnamenin tescil ve ilanını takip eden 15 gün içinde basın yoluyla ilan edilir.

İ-Hisse Senetlerinin Satışı

SPK md. 7/4 halka arz edilen payların hisse senetlerine bağlanmasını bir zorunluluk olarak öngörürken TTK böyle bir düzenleme yer almamaktadır.

GYO'na ilişkin esaslar Tebliğ md.11, ortaklık hisse senetlerinin halka arzında, Tebliğde düzenlenen hususlar dışında, Kurulun hisse senetlerinin halka arzına ve satış yöntemlerine ilişkin düzenlemelerine uyulur. Maddede sözü geçen düzenlemeler SPK md.6 ile 10 arasındaki maddeler ile, Seri:I No:26 sayılı "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği" ve Seri:VIII No:22 sayılı "Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği" çıkarılmıştır. Yani GYO paylarını hisse senetlerine bağlarken bu düzenlemelere uymak zorundadır¹³⁴.

Hisse senetlerinin halka arz edilmesine ilişkin başvurunun Kurumun yetkilendirdiği aracı bir kurum tarafından yapılması gerekmektedir. Aracı kurum ifadesinde SPK md.34 ve Seri:I No:26 sayılı Tebliğ md.3'e göre Kurul'dan yetki belgesi almış aracı kuruluşlar ve bankalar girer. Aracı kuruluş ile GYO arasında aracılık sözleşmesi yapılır. Aracılık sözleşmesi birden fazla aracı kuruluş ile de yapılabilir. Hisse senetlerinin halka arzında ya mevcut hisse senetleri halka arz edilir veya sermaye artırımını suretiyle

¹³⁴ KODAL, a.g.e, s. 51, GÖKÇE, a.g.e, s. 15

çıkartılan hisse senetleri halka arz edilir, veyahutta her ikisi beraber halka arz edilir. Ancak bu durumlarda sadece Kurul'a hisse senetleri ile ilgili verilecek belge ve bilgiler değişiklik arz edebilir. İzahname ve sirküler, aracı kuruluşlar ile ihraççılar tarafından müştereken imzalanır. Bu belgelerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmasından ihraççılar sorumludur. Ancak, kendilerinden beklenen özeni göstermeyen aracı kuruluşlara da zararın ihraççılara tazmin ettirilemeyen kısmı için müracaat edilir¹³⁵(SPK md.7/2).

Hisse senetlerinin halka satışı izahnamede gösterilen esaslar dahilinde ve belirtilen satış süresi içinde yapılır.

SPK md.7/4 hükmü hisse senetlerinin satışı esnasında alıcıya teslimini şart koşarak tartışmalara neden olan bir düzenleme yaratmıştır. Söz konusu düzenleme; *“Sermaye piyasası araçlarının satış esnasında alıcıya teslimi şarttır; ancak esas sermaye sistemini kabul etmiş anonim ortaklıklar, sermaye artırımının tescilini takip eden en geç otuz gün içinde hisse senetlerini alıcılara teslim ederler. Nama yazılı hisse senetleri için bu süre doksan gündür. Kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş anonim ortaklıklarda hisse senetlerinin satış esnasında alıcıya tesliminden itibaren pay sahipliği hakkı kazanılır ve bu halde Türk Ticaret Kanununun 395 inci maddesinin 3 üncü cümlesi ile 412 nci maddesi hükümleri uygulanmaz. Satışı yapılan hisse senetleri dışındaki sermaye piyasası araçlarının satış sırasında alıcıya teslimi şarttır.”*

Bazı yazarlar düzenlemenin yerinde olduğunu, bazı yazarlar ise, TTK'nun belirlediği kıymetli evrak hukukunun ilkeleri ile bağdaşmadığını ileri sürmektedir¹³⁶. Kanımızca hisse senetlerinin teslimi şartı, alıcıya pay sahibi olduğunu kanıtlanmasında kolaylık olması açısından yerinde bir düzenlemedir. Çünkü halka açık anonim ortaklıklarda çok fazla pay sahibi vardır ve senede bağlanan payların sahiplerinin kimler olduğunu tespit edebilmek zorluklara yol açabilir. Hisse senetleri, kaydi sistem esasları saklı kalmak şartıyla, mevcut hisse senetlerinin halka arzı ve kayıtlı sermayeli ortaklıkların nakit sermaye artırımlarında satış anında, iç kaynaklardan sermaye artırımında ise kayda alma belgesinin verilmesinden itibaren 15 gün içinde teslim edilir

¹³⁵ GÜNAL, Vural, Hukuki Açından Sermaye Piyasası Faaliyetleri, İstanbul 1997, s.5 vd.

¹³⁶ BAHTİYAR, GYO, s.105, ayrıca tartışmalar için bkz. BAHTİYAR, Kayıtlı Sermaye, s.117-127

Halka arz ön talep toplama yöntemiyle yapılabilir. Bu yöntemde hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasından önce, belirli bir fiyat aralığından, yatırımcıların olası talepleri, talepte bulunanlar için herhangi bir yükümlülük ve bağlayıcılık oluşturmaksızın, aracı kuruluşlar tarafından toplanabilir. Ön talepte bulunanlara satışta öncelik tanınacaksa, buna ilişkin esaslara ön talep toplama duyurusu, ön izahname, izahname ve sirkülerde yer verilir. Ön talepte bulunanlara satışta öncelik tanınacaksa, ön talep toplama duyurusunun ilanı zorunludur.Ön talebin toplanacağı yerlerde, Kurul'a başvuru sırasında sunulan, şirket, aracı kuruluş ve bağımsız denetim kuruluşu yetkilileri tarafından imzalı ön izahnameden yeterli sayıda bulundurulması ve talep edenlere verilmesi zorunludur.Ön talep toplamadan elde edilen sonuçlar reklam amacıyla kullanılamaz¹³⁷. Ön talep toplama süresi 30 günden fazla olamaz(Seri:I No:26 md.3).

Ön talep toplama duyurusu ilan yoluyla da yapılabilir. Duyuru ilanı ile ön talep toplama yönteminin kullanılması halinde; ilan edilecek olan ön talep toplama duyurusunun onaylanmak üzere Kurul'a iletilmesi, Kurul'ca onaylanan ön talep toplama duyurusunun halka arza ilişkin ilanların yapılacağı gazetelerde ilan edilmesi, ön izahnamenin ilk sayfasında 17 cm eninde, 11 cm boyunda bir çerçeve içerisinde büyük harflerle "Bu hisse senetleri Sermaye Piyasası Kurulu tarafından kayda alınmamış olup, kayıttan önce hisse senetlerinin satışı mümkün değildir. Ön izahnamede yer alan bilgilere Kurul'ca ön onay verilmiş olup, hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasından önce değiştirilmesi mümkündür." ifadesine yer verilmesi gereklidir¹³⁸.

Ön talep toplama sonuçları, ön talep toplama süresinin bitimini takip eden 2 iş günü içerisinde ve satışa başlanmadan önce aracı kuruluş tarafından Kurula iletilir. Ön talep toplama sonuçlarının ilan edilmek istenmesi halinde, ilanlarda ve basın yayın organlarına yapılacak açıklamalarda verilen forma uyulur.Ön talep toplama, ön izahnameye Kurul'ca ön onay verilmesinden sonra, Kurul'ca onaylanan ön talep toplama duyurusunun ilanını takiben başlar. Ön talep toplama duyurusunun ilanından sonra hisse senetlerinin halka arzından vazgeçilmesi halinde, bu husus ön talep toplama duyurusunun ilan edildiği gazetelerde duyurulur. Ön talep toplama duyurusu ile varsa sonuçların ilan edildiği gazeteler, ilanı izleyen 2 iş günü içerisinde aracı kuruluş tarafından Kurul'a iletilir. (Seri:I No:26 md.13)

¹³⁷ **SUSAR**, a.g.e, s. 118

¹³⁸ **ÜNAL**, Sermaye Piyasası, s.243

Ön talep toplama yönteminin kullanılması durumunda toplanan kesin talebin satışa sunulan hisse senedi miktarından fazla olması halinde izahnamede gerekli açıklamaların yapılması koşuluyla, bu talebi karşılamak amacıyla ek satış gerçekleştirilebilir. Ek satışa konu hisse senetleri, ortaklar tarafından satılabileceği gibi, halka arza aracılık eden aracı kurumlardan biri tarafından ortaklardan ödünç alınarak ödünç alımlı satış yoluyla da satılabilir. Ek satış hakkının kullanılmak istenmesi halinde talep toplama süresinin bitimini izleyen iki iş günü içerisinde ek satışa konu hisse senetlerinin Kurul kaydına alınması talebiyle Kurula başvurulması ve söz konusu hisse senetlerinin halka arz edilecek hisse senetleri ile aynı hakları taşıması zorunludur¹³⁹.

Ek satışa konu hisse senetlerinin halka arzı, aracı kurumlardan biri tarafından ödünç alımla yapılması halinde, aracı kurumla ortaklar arasında imzalanacak ödünç sözleşmesi çerçevesinde, hisse senetleri satışı gerçekleştiren aracı kurum marifetiyle mevcut ortaklardan ödünç alınarak tasarruf sahiplerine teslim edilir. Ödünç alımlı satış işlemini gerçekleştiren aracı kurumun ödünç işleminden kaynaklanan yükümlülüğünü, ödünç sözleşmesinde yer alan esaslar çerçevesinde, hisse senetlerinin Borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren otuz gün içerisinde kapatması zorunludur.

Ödünç sözleşmesinin ödünç alınan hisse senetlerinin aracı kurum tarafından hisse senetlerini ödünç veren ortaklardan halka arz fiyatından satın alınmasını kapsayan bir alım hakkını içermesi zorunludur. Bu sözleşmede alım hakkını kullanma süresi en çok otuz gün olarak belirlenir. Bu sürenin başlangıcı hisse senetlerinin Borsada işlem görmeye başladığı tarihtir. Sözleşmeyi imzalayan aracı kurum, ödünç aldığı hisse senetlerini, ilgili hisse senetleri Borsada işlem görmeye başladıktan sonra alım hakkı kullanım süresi içinde Borsadan satın alarak ortaklara teslim edebileceği gibi, bu süre içinde söz konusu sözleşme çerçevesinde alım hakkını kullanmak suretiyle ortaklara ilgili hisse senetlerinin bedellerini ödemek yoluyla da taahhüdünü kapatabilir.¹⁴⁰

Özellik arzeden diğer bir husus ise GYO'nın imtiyazlı pay ihracıdır. Anonim Ortaklık hukukunda kural olarak payların eşitliği ilkesi geçerlidir. Bunun anlamı ise her paya eşit hak ve borç yüklenmesidir. Ancak günümüzde, ekonomik koşullardaki gelişmeler sonucunda ortaklığa sermaye getirmeyi cazip kılmak için bazı paylar yaratılmıştır. Bu

¹³⁹ **SUSAR**, a.g.e, s.118

¹⁴⁰ **İNCEOĞLU**, Mehmet Murat, Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, Ankara 2004, s.75 vd. ayrıca ödünç sözleşmesi konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. **YAVUZ**, Cevdet, Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler, İstanbul 2002,s.207-219

paylara, imtiyazlı paylar adı verilmektedir. Türk Ticaret Kanunu'nda da imtiyazların yaratılmasına imkan tanınmıştır¹⁴¹(TTK m. 401).

Tebliğ md.16 ise *“Ortaklıklar; yönetim kurulu üyelerinin seçiminde aday gösterme imtiyazı tanıyan hisse senedi dışında imtiyaz veren herhangi bir menkul kıymet ve gayrimenkul sertifikası ihraç edemezler. Halka açılma sonrasında, hiçbir şekilde yönetim kurulu üyeliğine aday gösterme imtiyazı da dahil olmak üzere imtiyaz yaratılamaz.”* düzenlemesi ile imtiyazlı pay ihracına olanak tanımamıştır.

Hisse senetleri kurul kaydına alınıp halka arz edildikten ve satışı yapıldıktan sonra GYO'nun yapmak zorunda olduğu bir takım işlemler söz konusudur. Bunlardan ilki, sermaye artırımını yoluyla halka arz yapılmış ise, satılmayan hisse senetlerinin SPK md.7/1 uyarınca kişi ve kurumlara satın alınması için taahhütte bulunmasını isteyebilir. Böyle bir taahhüt söz konusu ise, süresi içinde satılmayan paylar için satış süresinin bitiminden itibaren 3 iş günü içinde satın alma taahhüdünde bulunanlara müracaat ederek satışı tamamlamaları şayet satın alma taahhütnamesi yok ise satış süresinin sona ermesini takiben satılmayan hisse senetlerini 6 iş günü içinde iptal ettirmeleri gerekir. (Seri:I No:26 md22/a-b)

Hisse senetleri Kurul kaydına alınan ortaklıklar için Tebliğ md.13 uyarınca yapılması gereken diğer bir işlem ise; kuruluş esas sözleşmesinin ilan edildiği TTSG'nin bir nüshasını ilan tarihini, halka arza ilişkin izahname, sirkülerler, satışa ilişkin ilan ve reklamların yayınlandığı gazetelerin birer nüshasını yayın tarihlerini, halka arz sonrasında oluşan yeni ortaklık yapısı ve satış sonuçları hakkındaki bilgileri, satış süresinin bitimini, takip eden altı işgünü içinde Kurul'a göndermelidir.

Ortaklıklar, satış süresinin bitimini takip eden 15 gün içinde çıkardıkları hisse senetlerinin Borsa kotuna alınması için gerekli belgenin verilmesi istemiyle Kurul'a başvururlar. Bu belgenin alınmasını takiben 15 gün içinde de hisse senetlerinin kote edilmesi isteği ile Borsa'ya müracaat edilmesi zorunludur. Borsa kotuna almada “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği” hükümleri uygulanır¹⁴².

¹⁴¹ **KENDİGELEN**, Abuzer, İmtiyazlı Paylar, 40. yılında Türk Ticaret Kanunu, İstanbul, 1997, s.193 vd

¹⁴² **TUNCEL**, a.g.e, s.38, **SUSAR**, a.g.e, s.121, **ÜNAL**, Sermaye Piyasası, s.214, Kotasyon, menkul kıymetler borsasında sürekli işlem görmesi talep edilen sermaye piyasası araçlarının ilgili borsa yönetmeliklerindeki şartları taşımaları durumunda ilgili Pazar listesine kayıt edilmesi ve işlem görmesinin kabul edilmesidir. **BOLAK**, a.g.e, s.94

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ FAALİYETLERİ

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları SPK md.32de düzenlenen sermaye piyasası kurumlarından gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek üzere adi ortaklık kurabilen ve Tebliğ'de izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen bir türüdür.

GYO'nun ortaklıklarının ortaya çıkış nedenleri, gayrimenkul yatırımlarına finansman sağlanması ve gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesidir. Bu nedenle gayrimenkul faaliyetlerinin ağırlığını gayrimenkuller ve buna bağlı yatırımlar oluşturur. Sermaye piyasasına yatırım yapabilen GYO'nun bu faaliyetleri ise istisnai faaliyetlerindedir. Yani GYO ağırlıklı olarak gayrimenkul yatırımlarına yönelmiş bir portföy yönetim şirkettir¹⁴³.

Ticaret Kanununda düzenlenen ticaret ortaklıklarının ortak amacı kazanç elde etmektir. Bu yüzden ortaklığın malvarlığı ve ortakların kişiliği önemlidir. Amaç kazanç elde etmek olduğundan yapılan hukuksal düzenlemeler ortakların maddi çıkarlarının korunması için özel bir şekilde özen göstermekte geniş güvenceler ve sıkı önlemler getirmektedir¹⁴⁴.

GYO'nun hukuki örgütlenme biçimi olan sermaye ortaklığının uygulaması en yaygın olan türüdür. Sermayenin fonksiyonu da, üçüncü kişilerle yapılacak işlemlerden elde edilecek kazancın paylaşılmasına hizmet etmek olacaktır¹⁴⁵.

GYO aynı zamanda halka açık anonim ortaklıklar olarak hisse senetlerini halka arz etmekte, hisse senetleri borsada işlem görmektedir.

GYO hak ve fiil ehliyeti kapsamında ortaklığın kazanç elde etme amacına yönelik hukuki işlemler yapacaktır. Ortaklığın fiil ehliyetini organları amacıyla kullanacak,

¹⁴³ BELEN, a.g.e, s.128,

¹⁴⁴ SEROZAN, Rona, Tüzel Kişiler Özellikle: Dernekler ve Vakıflar, İstanbul 1990, s.16

¹⁴⁵ BAHTİYAR, Kayıtlı Sermaye, s.11, Sermayenin güvence ve ölçü işlevleri söz konusudur. Güvence işlevi, anonim ortaklığın borçlarından dolayı sınırlı sorumluluğa sahip olduğundan tek güvencesini ortaklık malvarlığının oluşturmasını ifade eder. Burada sözü edilen sermayenin güvence işlevidir.

herhangi bir zarar doğması halinde ise, işlemi yapan ortaklığın sorumluluğuna gidilebilecektir¹⁴⁶.

I-GAYRIMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ PORTFÖY İŞLETMECİLİĞİ FAALİYETİ ile KAZANÇ ELDE ETMESİ

Sermaye piyasası mevzuatına uygun olarak faaliyet gösteren yatırım ortaklıklarının faaliyetlerinin kapsamı SPK md.35'te düzenlenmiştir. Buna göre;

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

Yatırım ortaklıklarının sahip olması gereken ilk unsur portföydür ve yatırım ortaklığı portföyü kendi yönetecektir. Ancak bu genel düzenleme türlere ilişkin herhangi bir ayrıma gitmemiş, bu konudaki yetkiyi Kurul'a bırakmıştır. Kurul çıkardığı tebliğler ile yatırım ortaklıklarını türlere ayırmış, yapacakları yatırımlar açısından yatırımcılara alternatif yatırım yolları sunmuştur. Yatırım ortaklıkları arasında oluşturulan bu farklı türlerde, portföyün içeriğini oluşturacak kalemlerde farklılık gösterecektir. Yani yatırım ortaklıkları tebliğler ile düzenlenen türlere göre portföy oluşturacak ve belirlenen süreler içerisinde halka açılarak sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunacaklardır¹⁴⁷.

GYO ise; yatırım ortaklıklarının, kendisine ilişkin esasları tebliği ile düzenlenen özel bir türü olarak, sermaye piyasasında portföy işletmeciliği faaliyeti yürütecektir. Ancak GYO Tebliğ md.24/c uyarınca Tebliğ'de izin verilen yatırım alanları ile sınırlı olmak üzere kendi adına portföy işletmeciliği faaliyeti dışında sermaye piyasası faaliyetinde bulunamazlar.

GYO sermaye piyasası düzenlemelerine ve ilkelerine uygun olarak faaliyetlerde bulunacak ve kendi amacına ulaşmaya çalışacaktır.

¹⁴⁶ Organ tüzel kişilikten ayrı olmayıp, onun parçasıdır. İradesi de tüzel kişiliğin iradesi olacaktır. Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. **UÇAR**, Salter, Hukukumuzda Yönetim Kurulu ve Denetçiler ile Sorumluluk Halleri, İstanbul 1994, s.3

¹⁴⁷ **MELİKŞAH**, Yasin, Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri, İstanbul 2002, s.137

A-Portföy Kavramı

TTK md 271 uyarınca anonim şirketler kanunen yasaklanmamış her türlü iktisadi maksat ve konular için, ana sözleşmelerinde açıkça gösterilen sınırlar dahilinde faaliyette bulunabileceklerdir.

SPK ise anonim ortaklık olarak kurulacak sermaye piyasası kurumları açısından portföy kavramını ortaya koymuştur. Yatırım ortaklıkları SPK md 35 uyarınca çeşitli kalemlerdeki portföyleri işletmek üzere kurulan portföy yönetim şirketleridir.

Türkçe'ye Fransızca'dan geçen portföy kelimesinin sözlük anlamı cüzdan ya da para cüzdanıdır. Ancak sermaye piyasası açısından yatırım ortaklıkları için çeşitli menkul değerlerden oluşan bir bütünü ifade etmektedir. Başka bir ifade ile portföy; sahip olunan varlıkların yatırım sonucu oluşturduğu toplam değerdir¹⁴⁸. GYO içinse, gayrimenkullerden, gayrimenkule dayalı haklardan, gayrimenkule dayalı projelerden ve çeşitli menkul değerlerden oluşan varlığı ifade etmektedir¹⁴⁹.

1-İçeriği

Tebliğ md.10/1 e göre, GYO kuruluşlarını takip eden ve maddede belirtilen ödenmiş sermaye oranlarına göre belirtilen bir, üç ve beş yıllık süreler içerisinde portföylerini oluşturmak zorundadırlar. GYO portföylerinde yer alacak değerler gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı haklar, gayrimenkule dayalı projeler ve çeşitli menkul değerlerdir.

a-Gayrimenkul

Bir eşya hukuku kavramı olarak gayrimenkul, özüne zarar vermeden bir yerden başka bir yere taşınamayan eşyadır¹⁵⁰. Gayrimenkulun nitelikleri, sabit oluşu, bir mekana bağlı oluşu ve yok olmayışıdır.

GYO'nun Tebliğ md.4/a da yapılan tanımı göz önünde bulundurulduğunda, GYO portföyünün içeriğinde bulunması gereken değerlerin başında gayrimenkuller

¹⁴⁸ <http://tr.wikipedia.org/wiki/Portf%C3%B6y>, 22.04.2008

¹⁴⁹ SUSAR, a.g.e, s.144

¹⁵⁰ OĞUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR, Eşya Hukuku, s.7

gelmektedir. GYO portföyünde yer alacak değer gayrimenkulun mülkiyetidir. Yani GYO herhangi bir gayrimenkulün mülkiyetini edinerek portföyüne dahil edecektir.

MK md. 704 arazi, tapu kütüğünde ayrı sayfaya kaydedilen bağımsız ve sürekli haklar ile kat mülkiyetinin, gayrimenkul mülkiyetinin konusunu oluşturduğunu düzenlemiştir. Bunlar MK. 988 maddesi uyarınca tapu siciline gayrimenkul olarak kaydedilen şeylerdir.

b-Gayrimenkul Projeleri

GYO'nun portföyünde yer alabilecek diğer bir varlık da gayrimenkul projeleridir. Gayrimenkul projesi ile gayrimenkulun değeri arttırılmakta ve hukuki işlemlerle ortaya yeni bir şey çıkmaktadır. Yani arazi üzerinde yapılacak konut, otel, alışveriş merkezi v.b inşaat projeleridir. MK md.718/1 hükmü uyarınca arazi üzerindeki mülkiyet, kullanılmasında yarar olduğu ölçüde, üstündeki hava ve altındaki arz katmanlarını kapsar. Bu kavram özellikle arazi üzerindeki binaları kapsamaktadır.

*“Proje, öngörülen hedeflere belirli bir süre içerisinde ulaşmak amacıyla yönelik olarak insan ve maddi kaynakları planlı bir çalışma içerisinde bir araya getiren ve kendi içerisinde bir bütünlük taşıyan yatırım ve etkinlikler bütünüdür.”*¹⁵¹ GYO açısından proje ise, arazinin değerini arttırmak amacıyla yapılır. Böylece GYO projelerle yatırımlarını gerçekleştirecek ve kazanç elde etme amacına ulaşacaktır¹⁵².

Tebliğ md.25/e uyarınca GYO ilgili mevzuat uyarınca gerekli tüm izinleri alınmış, projesi hazır ve onaylanmış, inşaat başlanması için yasal gerekliliği olan tüm belgelerinin tam ve doğru olarak mevcut olduğu, bağımsız gayrimenkul değerlendirme şirketleri tarafından onaylanmış, hasılat paylaşımli projeler dahil gayrimenkule dayalı projelere, projenin her aşamasında gayrimenkul geliştirme kârı veya kira geliri elde etmek amacıyla mülkiyetlerini edinmek veya üst hakkı tesis ettirmek suretiyle yatırım yapabilirler. Aynı maddenin g bendinde ise GYO 'na yap-işlet-devret modeliyle geliştirilecek projelere e bendinde sayılan şartları sağlamak şartı ile kendisi veya başkaları lehine üst hakkı tesis ettirmek suretiyle gerçekleştirebilirler. Yine aynı maddenin ı bendi, e bendindeki şartları taşıyan gayrimenkule dayalı projelere,

¹⁵¹ <http://www.sayisalyontemler.com/node/8>, 21.04.2008

¹⁵² BELEN, a.g.e, s.214

müştereken malik olanların aralarındaki sözleşmede ortaklığın payına düşen kısım üzerindeki tasarrufuna ilişkin bir sınırlama olmaması şartıyla kat irtifakı tesisi yoluyla müştereken yatırım yapabilirler. GYO bu yatırımları, söz konusu projeleri portföylerine dahil etmek suretiyle yaparlar¹⁵³.

c-Gayrimenkule Dayalı Haklar

Tebliğin 4/a maddesi genel bir ifadeyle GYO'nın gayrimenkule dayalı haklara yatırım yapabileceğini belirtmiş ancak bu hakların ne olduğu muğlak bir ifade olarak kalmıştır. Tebliği bir bütün olarak göz önünde bulundurduğumuzda bu hakların başta mülkiyet hakkı olmak üzere, bir takım sınırlı aynı hakları ve bu hakların sağladığı yetkileri ve bazı kişisel haklardan bahsedildiğini anlamak mümkündür.

d-Gayrimenkule Dayalı Sermaye Piyasası Araçları

SPK md. 3/b hükmü sermaye piyasası araçlarını menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları olmak üzere iki ana gruba ayırmıştır. Gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarının neler olduğu açık bir hükümlerle belirlenmemiştir. Tebliğ Seri: VI, No: 20 sayılı Tebliğ ile değişikliğe uğramadan önce Tebliğ 25/a maddesinde GYO'nın gayrimenkul sertifikaları, konut kredileri karşılığında ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetleri ve bunlara benzer nitelikte oldukları Kurul'ca kabul edilen menkul kıymetleri alıp satabileceklerini düzenlemekteydi. Ancak değişiklik sonrası düzenleme GYO'nun sadece sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabileceği şeklinde genel bir düzenleme getirmiştir. Seri: III, No: 19 sayılı Gayrimenkul Sertifikalarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği md.3te yapılan gayrimenkul sertifikası tanımına göre *"gayrimenkul sertifikası, ihraççıların bedellerini inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç ettikleri, nominal değeri¹⁵⁴ eşit, SPK md.3/b-2 fıkrasındaki nitelikleri haiz, hamiline yazılı menkul kıymettir"*. Varlığa dayalı menkul kıymet ise, Seri: III, No: 14 Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına Ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş Ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği md.3'e göre *"Bu Tebliğde belirlenen ihraççıların*

¹⁵³ SUSAR, a.g.e, s.146

¹⁵⁴ Nominal Değer; para, çek, senet, hisse senedi, tahvil, pul vb menkul (taşınabilir) kıymetlerin üzerinde yazılı olan değerdir. Ancak piyasa koşullarına göre bu değer in altında veya üstünde fiyata alınıp satılabilirler. http://tr.wikipedia.org/wiki/Nominal_De%C4%9Fer, 19.03.2008

kendi ticari işlemlerinden doğmuş alacakları veya bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde temellük edecekleri alacaklar karşılığında, Kurul'ca kayda alınarak ihraç edilen kıymetli evraktır.” Bu tanımlamalar göz önünde bulundurulduğunda GYO gayrimenkul sertifikası ve varlığa dayalı menkul kıymetlere yatırım yapabilecektir. Ayrıca GYO bunlara benzer nitelikte olduğu Kurulca kabul edilen menkul kıymetleri alıp satabilecektir.

Tebliğde gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarının sınırlı şekilde sayılmamasının amacı ise, daha sonra Kurul tarafından bu nitelikte kabul edilebilecek gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilmesinin sağlanmasıdır.

e-Diğer Sermaye Piyasası Araçları

GYO'nun istisnai yatırım faaliyetlerinden birisi olan ve portföyüne alabileceği değerler arasında, Tebliğ md.4/a da sayılan değerlerden bir tanesi de gayrimenkule dayalı olan sermaye piyasası araçları dışında kalan sermaye piyasası araçlarıdır. Bu ifade ile Tebliğ herhangi bir değeri belirlemeden sermaye piyasası mevzuatı içerisinde yer alan tüm menkul kıymetleri kastetmiştir. Böylece diğer sermaye piyasası araçlarının alınıp-satılmasına ve ters repo işlemlerine olanak tanımış ancak Tebliğ md.27/b, 25 inci maddenin (a) bendinde yazılı varlıklar ile 32/A maddesinde belirtilen iştiraklerin tamamına en fazla portföy değerlerinin % 50'si oranında, bu varlıklar içerisinde yer alan yatırım amaçlı Türk Lirası veya yabancı para cinsinden vadesiz ve vadeli mevduata ise en fazla portföy değerlerinin % 10'u oranında yatırım yapabileceklerini öngörerek yatırımlara sınırlama getirmiştir¹⁵⁵.

Sonuç olarak GYO, SPK md.3/b de tanımlanan menkul kıymetlere ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilecektir.

2-Hukuki Niteliği

Portföyün hukuki niteliği hususundaki görüşler öğretilerde ikiye ayrılmaktadır. Bir kısım yazarlar portföyü malvarlığından ayırmanın mevzuatımız doğrultusunda mümkün olmadığını savunmaktayken¹⁵⁶, diğerleri portföyün içeriğindeki değerlerin

¹⁵⁵ Sermaye piyasası araçları konusunda yatırım sınırlamaları için bkz bölüm 4/I, s.135-139

¹⁵⁶ Bu konudaki görüşler için bkz. Dn.157-158

malvarlığından bağımsız varlıklar olduğunu belirtmektedirler. Bu tartışmalar doğrultusunda malvarlığı kavramının üzerinde durmak gerekecektir.

Malvarlığı kişinin para ile ölçülebilen, ekonomik değeri olan tüm hak ve borçlarıdır. Malvarlığının aktifinde kişinin para ile ölçülebilen hakları, pasifinde ise borçları yer almaktadır¹⁵⁷. Anonim ortaklıklar açısından malvarlığı ise, anonim ortaklık hak ve fiil ehliyetine sahip bir tüzel kişi olarak hak edinme ve borçlanmaya ehildir ve kendisine ait bir malvarlığına bu şekilde sahip olacaktır¹⁵⁸.

Portföy ise bir şirketin menkul değerlerden oluşan sermayesinin tamamıdır¹⁵⁹. Sermaye piyasası mevzuatının gereği olarak yatırım ortaklıkları bir portföye sahip olmalıdırlar ve portföy yatırım kalemlerini içerecektir. Portföy gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası ve diğer sermaye piyasası araçlarından oluşacaktır.

Portföyün malvarlığından ayrılmasının hukuki olarak mümkün olmadığını savunanlar, portföye ilişkin şekli düzenlemelerin yapılmasının bağımsızlık görüşünün dile getirilmesi için yeterli olmadığını belirtmektedirler. Söz konusu düzenlemelerin portföyü malvarlığından ayırmak için değil, portföy işletmeciliğinin ortaya konması için getirildiğini savunurlar. SPK'da portföyü malvarlığından ayırmadığı için koruyucu düzenlemeler getirilmemesini görüşlerinin yasal dayanağı olarak gösterirler. Anonim ortaklık portföyün de dahil olduğu tüm malvarlığının sahibi konumda olup, pay sahipleri de tüm ortaklık malvarlığının ekonomik ve hukuki malikidirler¹⁶⁰.

Portföyü malvarlığından ayıran ve malvarlığını ayıran bütün içerisinde ayrı bir varlığa sahip olduğunu savunan görüşe göre, "portföy" ifadesinin düzenlemelerde yer almasının gerekçesinin, malvarlığı ile portföyü ayırmak olduğunu savunurlar. Bu görüşe göre yatırım ortaklıklarının varlıklarını kazanabilmeleri için portföye sahip olmaları gerekmektedir ve portföy yasalar gereği, anonim ortaklığın kaynaklarından tahsis

¹⁵⁷ OĞUZMAN/BARLAS, a.g.e, s.96

¹⁵⁸ BELEN, a.g.e, s.134

¹⁵⁹ KAPLAN, İbrahim, Portföy Yönetim Sözleşmesi, BATİDER, C.18, Sayı 1-4, Yıl 1995-1996, s.47

¹⁶⁰ AYTAÇ, Zühtü, Sermaye Piyasası Yardımcı Kuruluşu Olarak Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları, Türkiye'de Sermaye Piyasası Seminer Tebliğleri Tartışmalar, İstanbul 1987, s.263-264

edilen paralarla oluşturulmaktadır. Daha açık bir ifadeyle, anonim ortaklık malvarlığından portföyün içeriğindeki yatırım kalemleri için bir kaynak ayıracak böylece portföy oluşacaktır. Ortaklık yine tüm malvarlığının sahibidir. Pay sahipleri için ise, malvarlığının ekonomik sahibi olarak malvarlığı üzerinde hakimiyet ve tasarruf yetkilerine sahip değildir. Sadece katılmadan doğan malvarlığı haklarına, yönetim, denetim, aydınlanma ve koruyucu haklara sahiptirler. Ayrıca diğer görüşün aksine portföy için koruyucu hükümlerin düzenlenmemesinin sebebini, Türk hukuk sisteminde pay sahibi-yatırımcı ayrımının yapılmamasına ve yatırım ortaklığına yönetici değil de, malik sıfatı tanındığı için koruyucu hükümlere gerek görülmemiştir. Ancak malvarlığından portföyü bağımsız bir görüş olarak savunan görüş, koruyucu hükümlerin düzenlenmesi gerektiğini de belirtmiştir.¹⁶¹

Bu görüşler doğrultusunda GYO uygulamasını göz önünde bulundurduğumuzda bizimde katıldığımız görüş portföy ve malvarlığının ayrı olarak düşünülmesi gerektiğidir. Hukuki olarak anonim ortaklık şeklinde örgütlenecek, malvarlığının önemli bir bölümünü de portföy oluşturacaktır. Portföyün içeriğindeki her değer malvarlığı içerisinde yer alacakken, malvarlığı içerisindeki tüm değerler portföy içerisinde yer almayacaktır. Çünkü malvarlığı bir bütündür ve hiçbir şekilde parçalara bölünemeyecektir. Yani GYO için portföy ortaklık malvarlığına dahil ancak malvarlığı içerisinde bağımsız bir yere sahip olan varlıktır.

Yatırım ortaklıklarının faaliyetlerinin esasını oluşturan portföy aynı zamanda yatırımcının yatırım yapmasının ölçütü olarak, aleniyet ilkesi gereği, Kurul ve Borsa aracılığıyla yatırımcının bilgilerine sunulan portföy bilgileridir. Portföy malvarlığının içerisinde bulunan ve kazanç elde etme amacına yönelik değerlerden oluşacaktır¹⁶².

Portföy GYO'nun sermaye piyasası içerisindeki yerini belirlemektedir. Portföyün ağırlıklı olarak gayrimenkullerden oluşması ve başlıca yatırım aracının GYO için gayrimenkul olması portföyü diğer yatırım ortaklıklarına nazaran daha özellikli bir hale getirmiştir. Portföyün GYO'nun yatırım aracı olduğunu bunun dışında yatırım amaçlı olmayan gayrimenkul edinebileceğini belirten Tebliğ md.4/1 portföy değerinin tanımıyla

¹⁶¹ **TEKİNALP**, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982, s.101-103

¹⁶² **BELEN**, a.g.e, s.139

portföy ve malvarlığının ayrı kavramlar olduğunu ortaya koymuştur. Söz konusu maddeye göre;

“Ortaklığın aktifinde yatırım amacıyla bulundurulmuş gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, haklar, sermaye piyasası araçları, borsa para piyasası ve ters repo işlemleri, Türk Lirası veya yabancı para cinsinden vadeli mevduat, yabancı para cinsinden vadesiz mevduatın rayiç değerleri ile iştiraklerin toplamıdır.”

Yine aynı maddenin i bendinde net aktif değer tanımlanırken *ortaklık portföy değerine hazır değerler, alacaklar ve diğer aktiflerin eklenerek toplam borçların düşülmesi suretiyle bulunan tutanın* net aktif değer olduğu belirtilerek malvarlığından bağımsız bir değer olduğu bir kez daha ortaya konmuştur. Zira portföy bağımsız bir değer olmasaydı net aktif değer hesaplanırken ayrıca belirtilmeyecek, diğer aktiflerin içerisinde portföy de yer alacaktı. Nitekim hazır değerler ve alacaklar bilançonun içinde yer alan değerlerden sadece iki kalemi olup, diğer aktifler içerisinde arsa, arazi, bina v.b gibi değerler girecektir. Dolayısıyla portföy dışında bu tür varlıklar bulunabilecektir.

3-Sınırlamaları

Portföyün nelerden oluşabileceği belirlenirken kullanılacak temel kavram portföy değeridir. Tebliğ md.3/1 de tanımlanan portföy değeri

“Ortaklığın aktifinde yatırım amacıyla bulundurulmuş gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, haklar, sermaye piyasası araçları, borsa para piyasası ve ters repo işlemleri, Türk Lirası veya yabancı para cinsinden vadeli mevduat, yabancı para cinsinden vadesiz mevduatın rayiç değerleri ile iştiraklerin toplamıdır.”

Ancak GYO'nun portföylerinin tamamı gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı hak ve projelerden oluşması teorik olarak mümkün olsa da uygulamada ödemeler ve yeni yatırımlar için bir kısım nakit veya menkul değerlerin portföyde yer alması gerekmektedir¹⁶³. Bu konuda Tebliğ ile bir takım sınırlamalar getirilmiştir. İlgili 27. maddede sermaye piyasası araçlarına ve gayrimenkullere ilişkin sınırlamalar düzenlenmiştir. Tebliğin “portföy sınırlamaları” başlıklı 27. maddesi ise şu şekildedir:

¹⁶³ ÇOLAK/ALICI, a.g.e, s.138

“Ortaklıklar,

a) Gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı haklara ve gayrimenkul projelerine portföy değerlerinin en az % 50’si oranında yatırım yapmak zorundadırlar.

b) (Değişik: Seri: VI, No: 20 sayılı Tebliğ ile) 25 inci maddenin (a) bendinde yazılı varlıklar ile 32/A maddesinde belirtilen iştiraklerin tamamına en fazla portföy değerlerinin % 50’si oranında, bu varlıklar içerisinde yer alan yatırım amaçlı Türk Lirası veya yabancı para cinsinden vadesiz ve vadeli mevduata ise en fazla portföy değerlerinin % 10’u oranında yatırım yapabilirler. Portföye alınan varlıkların veya projelerin maliyetlerine ilişkin bedel ödemeleri belirli hakedişler karşılığında veya taksitler halinde yapılıyorsa, bunlara karşılık gelen nakit fazlaları da 25 inci maddenin (a) bendinde yazılı varlıklar aracılığıyla değerlendirilebilir. Portföy tablosunun hazırlandığı yıl ve takip eden iki yıl içerisinde bu kapsamda yapılacak harcamaların tutarı, % 50 oranının hesaplanmasında portföyde yer alan 25 inci maddenin (a) bendinde yazılı varlıkların toplam tutarından indirilir. Ancak, bu harcamalara karşılık gelen tutarın değerlendirildiği varlıklara ilişkin değer artışları ile portföy tablosunun hazırlandığı tarihten önceki dönemlere ilişkin planlanan harcamalardan gerçekleştirilmemiş olanlar, indirim konusu yapılamaz. Belirtilen indirimin yapılabilmesi için projenin portföy tablosuna dahil edilmesinden önce, projenin tamamlanmasına kadar olan süre için planlanan yıllık harcama tutarları Kurula bildirilir. Harcamalara ilişkin planlarda yapılan değişiklikler nedeniyle, % 50 oranının hesaplanmasında dikkate alınmak üzere önceden Kurula bildirilmiş olan tutarın değiştirilmesi Kurul iznine tabidir.

c) (Değişik: Seri: VI, No: 20 sayılı Tebliğ ile) 25 inci maddenin (i) bendinde belirtilen yabancı gayrimenkullere ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına portföy değerinin en çok % 49’u oranında yatırım yapabilirler.

d) (Değişik: Seri: VI, No: 20 sayılı Tebliğ ile) Portföyünde bulunan ve alımından itibaren beş yıl geçmesine rağmen üzerlerinde proje geliştirilmesine yönelik herhangi bir tasarrufta bulunulmayan arsa ve arazilerin oranı portföy değerinin %10’unu aşamaz.

e) Hesap dönemi sonunda hazırlayıp kamuya açıkladıkları son üç aylık portföy tablosuna göre (a) bendinde tanımlanan asgari % 50 oranını sağlayamazlarsa Kurula başvuruda bulunurlar. Kurul yapacağı değerlendirmede bir defaya mahsus olmak üzere ortaklığa bir yıl süre tanıyabilir. Ancak, ortaklıklar Kurul tarafından verilen bu süre sonunda da asgari % 50 oranını sağlayamazlarsa, sürenin bitiminden itibaren en geç bir ay içinde esas sözleşme hükümlerini gayrimenkul yatırım ortaklığı faaliyetini kapsamayacak şekilde değiştirmek üzere Kurula başvurmakla yükümlüdürler.

Ortaklıklar bu değişiklikleri yapmadıkları takdirde, TTK'nın 434 üncü maddesinin birinci fıkrasının (2) ve (6) numaralı bentleri hükümleri gereğince münfesiñ addolunur.”

Madde ile getirilen portföy sınırının aşımının yaptırımlarının ne olacağı konusunda Tebliğın 31.maddesi Seri: VI, No: 17 sayılı Tebliğın 33 üncü maddesi ile yürürlükten kaldırılmıştır. Kanımızca yaptırımların kaldırılması yerinde bir düzenleme olmamıştır. Bu düzenleme ile bu konudaki yaptırımların ne olacağı genel kanunlara bırakılmış olacaktır. Ancak gayrimenkul ağırlıklı portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunan GYO için yaptırımların açıkça belirtilmesi, sınır aşımı için caydırıcılığı açısından önemlidir.

B-Portföyü Etkileyen Kazandırıcı İşlemler

Bir kimsenin para ile ölçülebilen, ekonomik değeri olan hak ve borçlarının tümü olarak tanımlanan malvarlığında; haklar malvarlığının aktifini, borçlar ise pasifini oluşturmaktadır. Malvarlığını azaltan yani pasifini arttıran işlemler borçlanma ve tasarruf işlemleri iken, malvarlığının aktifini arttıran işlemler ise kazandırıcı işlemlerdir¹⁶⁴.

Borçlanma işlemleri, büyük çoğunluğunu Borçlar Kanununda düzenlenen ve sözleşme özgürlüğüne dayanan sözleşmelerin oluşturduğu ve işlemi yapanı sadece borç altına sokan işlemlerdir. Ancak borçlanma işlemleri çok kez, bir tasarruf işleme yönelik işlemlerin ilk adımını oluşturur¹⁶⁵.

GYO, gayrimenkul ağırlıklı faaliyetlerinde portföylerine ilişkin olarak çok sayıda ve türde borçlanma işlemi yapabileceklerdir. Gayrimenkulun alınması, noter satış vadeleri, sınırlı ayni hak yükümlülüğüne ilişkin sözleşmeler, kira akitleri GYO'nda çok sık olarak uygulama alanı bulabilecek borçlanma işlemleridir¹⁶⁶.

Tasarruf işlemleri ise, malvarlığındaki hakka doğrudan etki yapan ve dolayısıyla malvarlığının aktifini etkileyen işlemlerdir. Tasarruf işlemleri hakkı ya başkasına devreder veya sınırlar ya da külfet yükler, değiştirir veyahutta sona erdirir. Yani

¹⁶⁴ OĞUZMAN/BARLAS, a.g.e, s.123, von TUHR, Andreas, Borçlar Hukuku (Çeviren: Cevat EDEGE), Ankara 1983, s.189

¹⁶⁵ REİSOĞLU, Safa, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, İstanbul 2008, s.44-45

¹⁶⁶ REİSOĞLU, Safa, a.g.e, s.45

malvarlığının aktifini azaltan işlemlerdir. Tasarruf işleminin yapılabilmesi için işlemi yapan kişinin hak üzerinde tasarruf yetkisini sahip olması gereklidir¹⁶⁷.

Borçlanma işlemleri aynı konu için, birçok kez yapıldığında geçerli olabilecek iken, tasarruf işlemleri işin niteliği gereği birbiriyle çelişecek şekilde birden çok kez yapılamaz. Çünkü tasarruf işlemi yapıldıktan sonra o hakla ilgili tasarruf yetkisi o konuda kalmamış olacaktır¹⁶⁸.

GYO borçlanma işleminin ardından ilgili tasarruf işlemi yapacaklardır. Ancak borçlanma işlemi geçersizse buna bağlı olarak yapılan tasarruf işlemi de geçersiz olacaktır. Bunun yanında borçlanma işlemi geçerli olarak yapıp da buna ilişkin tasarruf işlemi geçersiz ise borçlanma işlemi bundan etkilenmeyecektir¹⁶⁹.

GYO'nun yapacakları borçlanma ve tasarruf işlemleri malvarlığını etkileyeceği için dolayısıyla portföy de bu işlemlerden etkilenecektir. Tüm sermaye ortaklıklarının amacı kazanç paylaşmak olduğuna göre, GYO da bu amaca özgülenmişlerdir. Faaliyetlerine başladıktan sonra halka açılmak zorunda olan GYO uzun vadeli yatırımlar yapmaya da başlayacaktır. Bu yatırımlar kazandırıcı işlemler, borçlanma ve tasarruf işlemleri ile yapılacaktır. GYO'nun yaptığı sözleşmeler genellikle iki tarafa borç yükleyen sözleşmeler olacaktır. Her ne kadar Tebliğ portföy işletmeciliği sırasında yapılacak sözleşmeleri satım, kira, intifa, üst, rehin hakkı, devre mülk irtifakı ve kat irtifakıyla sınırlamış gibi görünse de GYO bunun dışındaki sözleşmeleri de yapabilecektir¹⁷⁰. Zira GYO kazanç elde etmek için kurulan ticari şirketler olduğu için kazandırıcı işlemleri yapması ve amacına ulaşması gerekmektedir.

C-Portföy Yönetimi

Faaliyetlerini yoğun olarak gayrimenkule yönlendiren GYO portföy yönetim şirketleridir. Portföy yönetiminde gösterdiği performans ile sermaye piyasası içerisinde yer edinebilecektir. Gayrimenkullerden elde edilecek yüksek kazançlara yatırımcılarını

¹⁶⁷ **TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP**, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, İstanbul 1993, s.47, Borçlanma işlemi ve tasarruf işlemi konusunda ayrıntılı bilgi için bkzn. **EREN**, Fikret, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, İstanbul 2008, s.253 vd.

¹⁶⁸ **OĞUZMAN/ÖZ**, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, İstanbul 2000, s.140,198

¹⁶⁹ **BELEN**, a.g.e, s.144

¹⁷⁰ **BELEN**, a.g.e, s.146

çekebildiği sürece, hisse senetlerine talep artacaktır. Bunun sağlanabilmesi için GYO'nun portföylerinin uzman bir kadro ile profesyonelce yönetilmesi gerekmektedir¹⁷¹.

Portföy yönetiminde hedef en az riskle en fazla kazanca ulaşmaktır. Tebliğ bunu göz önünde bulundurarak verimli bir portföy yönetimi için bir takım ilke ve kurallar ortaya koymuştur. Bunun sebebi yüksek kazanç sağlanması için gereken inisiyatifin yöneticilerin eline bırakılmak istenmemesidir. Çünkü ülke ekonomisi açısından önemli bir yere sahip adeta ekonominin itici gücü konumundaki inşaat sektörü gayrimenkul sektörünün içerisinde yer almakta, GYO da bu alanda faaliyet gösterdiği portföy yönetiminde gösterilecek başarı ülke ekonomisinin gelişmesini sağlayacaktır¹⁷².

Portföy içerisine yer alan kalemlerden birinin amacına ulaşması, getiri elde edilmesiyle bunun devamlılığın sağlanması ve gelir elde edilebilecek başka yatırımlara kanalize edilebilmesi ancak yetkili organın iradesiyle söz konusu olabilecektir. Kullanılan bu irade ile yapılan işlemlerin tümü portföy yönetimidir¹⁷³.

D-Portföy İşletmeciliği

SPK md.35'te de belirtildiği gibi GYO portföy işletmeciliği amacıyla kurulmuş halka açık anonim ortaklıktır. Portföy işletmeciliği faaliyeti ile portföy yönetimi kavramlarını birbirlerinden ayırt etmek oldukça zordur. Tebliğ hükümleri ve ilgili düzenlemeler bile ayırt edebilmek için yeterli değildir.

Portföy işletmeciliği genel olarak GYO'nun gayrimenkul ağırlıklı portföyünün oluşturulmasından, çeşitlendirilmesine, yatırım yapılan projelerin gerçekleşmesi için inşaat şirketlerinin seçiminden, portföyden yer alan varlıkların işletilmesi için şirketleri belirlemeye ve GYO'nun varlığını sürdürmesi ve sınırları Tebliğde belirlenmiş faaliyetlerin tümü portföy işletmeciliği içerisinde yer almaktadır.

¹⁷¹ **BAHTİYAR**, GYO, s.68 , Müşteri belirli bir meblağı GYO'na verir ve aralarındaki "portföy yönetim" sözleşmesi uyarınca GYO portföy oluşturur ve bu portföyü yönetir. Sözleşmenin içeriğinde başlangıçta tesis edilen tutar, portföyün oluşumuna, sermaye piyasası araçlarının seçimine, riskin dağıtılmasına ve bu konudaki sınırlamalara ilişkin esaslar; portföy işletmeciliğinden elde edilen kazancın dağıtımına veya kullanımına ilişkin koşullar, portföye dahil sermaye piyasası araçlarının içerdiği hakların kullanılması ile ilgili esaslar, müşterinin sözleşme süresince portföyün yönetimiyle ilgili olarak ne gibi direktifler verebileceği ve bu direktifleri iletme şekli, portföyün saklanması yeri gibi hususları içerir. **YASAMAN**, Hamdi, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, İstanbul 1992, s.103-104

¹⁷² **ERTEN**, a.g.e, s.51

¹⁷³ **TUNCEL**, a.g.e, s.68

GYO'nun temel kuruluş amacı, SPK'da düzenlenen diğer yatırım ortaklıkları gibi portföy işletmektir. Ülkemizde seçilen anonim ortaklık şeklinde örgütlenme ve anonim ortaklığın ilke ve kuralları ile kuruluş ve ortaklık malvarlığı yanında özel bir malvarlığının bulunmaması, ortaksal modelin benimsendiğinin göstergesidir. Bu modelde, ortaklığın hisse senedine sahip olanlar, payları oranlarında ortaklığın portföyüne de katılmış olurlar. İşletmeden elde edilen kazançlar da, anonim ortaklığa hakim ilkeler uyarınca, temettü biçiminde ortaklara dağıtılacaktır. Yani GYO portföyü bizzat işletecektir. Nitekim Tebliğ md.24/c ortaklığın izin verilen yatırım alanları ile sınırlı olmak üzere kendi adına portföy işletmeciliği faaliyeti dışında sermaye piyasası faaliyetinde bulunamayacağı ifadesiyle, portföyün bizzat GYO tarafından işletileceğini açıkça ortaya koymuştur. Ancak Tebliğ md 22/1 uyarınca, GYO yeterli sayıda yönetici ve personeli istihdam etmek kaydıyla kendi portföylerini yönetebilecekleri gibi, proje geliştirme ve kontrol hizmetleri de dahil olmak üzere ortaklık portföyünün geliştirilmesi ve alternatif imkanların araştırılmasına yönelik hizmetleri ortaklık dışından, bu işlerde uzmanlaşmış şirketlerden alabilirler.

Portföyün bizzat GYO tarafından işletilmesinin zorunlu bir sonucu olarak, portföy tümüyle hasılat kira akdine konu edilemeyecektir. Ancak portföyde yer alan otel, hastane, alışveriş merkezi gibi yapılar gelir elde etmek maksadıyla kiraya verilebileceklerdir. Uzman danışman kuruluşlardan işletme faaliyetleri ile yardım alınabileceğine tebliğin cevaz vermesi sonucu¹⁷⁴, işletmeci ortaklarla sözleşmeler yapılabilecektir. Ayrıca portföy GYO'nun da ortak olduğu adi ortaklık tarafından da işletilemeyecektir¹⁷⁵.

Portföyün GYO tarafından bizzat işletilmesi yerinde bir düzenleme olduğunun ortaya konması açısından ABD'de bir dönem karşılaşılan yönetimle ilgili probleme değinmek yerinde olacağı kanısındayız. REIT'ler danışman ortaklıklar aracılığıyla yönetilirken, yöneticiler ve ortaklar arasında çıkar çatışmaları ortaya çıkmıştır. Yöneticilerin ücretlerinin ortaklığın malvarlığında yer alan aktiflere bağlı olarak belirlenmesinin sonucu, yöneticiler portföy alımlarını kendi kazançlarını yükseltmek amacıyla yapmışlardır. Yani yöneticiler kendi çıkarlarını ortaklığın kazanç elde

¹⁷⁴ Ortaklık ile gayrimenkul portföyüne ilişkin olarak danışmanlık hizmeti verecek kuruluş arasında düzenlenecek sözleşme, ortaklık yönetim kurulunca onaylanarak feshi ihbara gerek kalmaksızın bir yıl sonunda sona erer. Tarafların yazılı mutabakatı ile sözleşme aynı süre için yenilenebilir. Ancak bu sürenin sona ermesi beklenmeden ortaklık yönetim kurulunun kararı ile otuz gün önceden yazılı ihbarda bulunmak kaydıyla sözleşme sona erdirilebilir.(Tebliğ md.22/4)

¹⁷⁵ **BAHTİYAR**, GYO, s. 69

etmesinden önde tutmuşlardır. Bu sıkıntı karşısında danışman kuruluş eliyle uzun vadeli yönetim şekli terkedilmiştir¹⁷⁶.

Ortaklık ile pay sahiplerinin çıkarları aynı doğrultuda olduğundan ortaklığın portföyünü bizzat yönetmesi en akılcı yoldur. Çünkü uzun vadede yönetim ilkesi gereğince, işletme faaliyetleri kazancı arttırmaya yönelik olmalıdır. Bu hem pay sahiplerinin hem de ortaklığın çıkarlarına hizmet eden bir uygulamadır.

II-GAYRİMENKULE YATIRIMDA TEBLİĞ ZORUNLULUKLARI VE YATIRIMA HAKİM OLAN İLKELER

GYO faaliyetlerini yürütürken Tebliğ ile düzenlenen bir takım ilkelere uygun davranmak zorundadır. Yani bu ilkelere aykırı kararlar alamayacak, aksi takdirde aldığı kararlar yaptırımlarla karşılaşacaktır. Bu ilkelerin GYO için emredici kurallar niteliğinde olduğu göz önünde bulundurulduğunda, bu ilkelere aykırı davranmanın yaptırımının BK.md 19-20 uyarınca butlan yaptırımına bağlı olması kaçınılmazdır¹⁷⁷. Örneğin genel kurulun kamuya açıklanması zorunlu bazı kararlarının açıklanmamasının sonucu butlandır. Ancak tebliğin emredici hükümlerinin de yasalara uygun olması gerekmekte ve yasalarla belirlenen emredici hükümlerin önüne geçmemesi gerekmektedir. Yani tebliğin emredici hükümlerine aykırı bir karar, yasaların emredici hükümlerine uygunsuzsa herhangi bir yaptırımla karşılaşamayacaktır.

Nitekim bu ilkeler GYO'nu, gayrimenkul ağırlıklı portföyü işleten SPK ile düzenlenen sermaye piyasası kurumlarından yatırım ortaklıklarının özel bir türü yapmaktadır.

¹⁷⁶ **BOOTH**, a.g.e, s. 123, Güvenilir kişi eliyle yönetim modelinde tasarruf sahiplerinin katılmaları ile oluşan fonu yönetecek ve işletecek olan bir ortaklık ya da yöneticiler grubudur. Güvenilir kişi sayılan ortaklık veya yöneticiler grubu ile fona katılanlar arasındaki ilişki, hak ve sorumlulukların belirlendiği bir sözleşme mevcuttur. Dolayısıyla fonu işletenler ve yönetenler, katılanlar arasında bir ortaklık ilişkisi bulunmadığından çıkar çatışması da yaşanmayacaktır. Ayrıntılı bilgi için bkz **VURAL**, a.g.e, s.22

¹⁷⁷ **MOROĞLU**, Erdoğan; "Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü", İstanbul, 2004, s.16,. Bir GK kararı şekil ve usul bakımından geçerli olmakla birlikte, konusu itibarıyla BK md.19 ve 20 hükümlerine aykırı ise, batıldır, yani hukuken hiçbir hüküm ifade etmez. Daha açık bir ifade ile, bir GK kararı konusu bakımından, kamu düzenine, emredici hükümler, ahlak ve adaba, kişilik haklarına aykırı veya konusu bakımından imkansız ise, batıldır. Batıl olan GK kararları aleyhine belli bir süreye bağlı olmaksızın ortaklık tüzel kişiliğine karşı bir tespit davası açılabilir. Batıl kararlar ticaret siciline tescil edilmezler. Batıl olan kararlar gerek pay sahipleri ve gerekse üçüncü kişiler açısından bir hak ve borç doğurmazlar.

A-Portföyü Süresi İçerisinde Oluşturma Zorunluluğu

GYO faaliyetine başlayabilmek için portföyünü oluşturmak zorundadır. Portföyün oluşturulması, GYO'nun malvarlığına yürüttüğü faaliyete uygun gayrimenkul veya gayrimenkule bağlı hakkın, GYO'na aynı hak veya alacak hakkı sağlayacak şekilde girmesidir¹⁷⁸. Bu kazanımlar tebliğ ile belirtilen süreler içerisinde yapılmak zorundadırlar.

Tebliğ md. 10'da ödenmiş sermaye miktarlarına göre belirlenen sürelerde portföyün oluşturulması gerekmektedir. Tebliğ md.10/a-b-c de düzenlenen bu süreler;

a) *Ödenmiş sermayeleri 50 milyon YTL'ndan az olanların, kuruluşlarının veya esas sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilini takip eden bir yıl içinde,*

b) *Ödenmiş sermayeleri 50 milyon YTL ve üzerinde olup 100 milyon YTL'ndan az olanların, kuruluşlarının veya esas sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilini takip eden üç yıl içinde,*

c) *Ödenmiş sermayeleri 100 milyon YTL ve daha fazla olanların, kuruluşlarının veya esas sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilini takip eden beş yıl içinde,*

Portföyün oluşturulması için öngörülen bu süreler uygulamada çoğu kez Kurul izni ile uzatılmışlarsa da, portföyün süresinde oluşturulması uzman bir portföy yönetiminin de varlığının ortaya konması açısından önemlidir. Zira portföyün oluşturulması ile GYO faaliyetlerine başlayarak amacına ulaşmak için çalışacaktır.

Ayrıca Kurul ancak, hisse senetlerinin ihraç edileceği piyasalarda önemli olumsuzlukların ortaya çıkması halinde ortaklığın başvurusu üzerine ilgili süreleri uzatabilir. Yaşanan olumsuzlukların da objektif kriterlere dayandırılması gerekmektedir.

Tebliğin portföyün süresinde oluşturulması ilkesine verdiği önem, süresinde portföy oluşturulamaması durumuna bağladığı yaptırımda kendini göstermektedir. Nitekim tebliğ md.10/2 gereğince belirtilen süreler içinde halka arz başvuru formunu ve formda belirtilen belgeleri tamamlayarak Kurula başvurmayan veya gerekli şartları sağlamadığı için başvurusu Kurulca uygun görülmeyen ortaklıkların, gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak faaliyette bulunma hakları ortadan kalkar¹⁷⁹. Ortaklıklar, ilgili sürenin bitiminden veya Kurulun olumsuz görüşünün kendilerine bildirildiği tarihten itibaren en geç üç ay

¹⁷⁸ BELEN, a.g.e, s.173

¹⁷⁹ KODAL, a.g.e, s.48 Bu konuda ayrıntılı bilgi için bakınız, 4.Bölüm II/C

içinde esas sözleşme hükümlerini gayrimenkul yatırım ortaklığı faaliyetini kapsamayacak şekilde değiştirmek ve kayıtlı sermaye sisteminden çıkmak üzere Kurula başvurmakla yükümlüdürler.

Portföyün oluşturulma süreci, GYO'nun faaliyetlerine başlamasının ve amacına ulaşmasının ilk zorunlu adımı olduğundan önemlidir. Çünkü portföy halka açılma ve sonraki aşamaları da yakından ilgilendirmektedir.

B-Portföyü Çeşitlendirme Zorunluluğu

Tebliğin "portföyün çeşitlendirilmesi" başlıklı 30. maddesine göre;

"Genel amaçlı gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerini sektör, bölge ve gayrimenkul bazında çeşitlendirmeleri ve uzun vadeli yönetmeleri esastır.

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

Tebliğ maddesi genel amaçlı ve belirli alanlarda faaliyet gösteren GYO için portföyün çeşitlendirilmesi zorunluluğunu getirmiştir. Portföyün çeşitlendirilmesindeki amaç yatırımların taşıdığı riskin dağıtılmasıdır. Piyasalarda karşı karşıya kalınabilecek olumsuzlukları büyük ölçüde giderebilmek için portföy mümkün olduğunca değişik türdeki gayrimenkullerle çeşitlendirilmelidir¹⁸⁰. Birden fazla alanda faaliyette bulunan ve birden fazla proje yürütülüp yatırımlar yapılabilen bir ortaklığın, can alıcı risklerle karşılaşması genel bir ekonomik kriz dışında pek mümkün değildir. Örneğin sadece turizm alanında faaliyet gösteren bir GYO, ülkemizde geçmiş yıllarda yaşandığı gibi terör nedeniyle turizm sektörünün talepleri olumsuz etkilendiğinde ortaklık cazibesini yitirecek ve hisse senetlerinin değeri düşecektir.

¹⁸⁰ **VURAL**, a.g.e, s.69-71, Yazar riskin dağıtılması ilkesi konusundaki eleştirilerini şu şekilde ortaya koymaktadır; Fonu oluşturan değişik değerlerin sürekli gözetimini etkili şekilde sağlayabilmek için, bir yandan çeşitlenmeyi abartan, hatta kötüye kullanmalara dek vardırıan uygulamalara sapmamak diğer taraftan portföyün sınırlı sayı ile oluşturduğu taşınır değer çeşitlendirilmesi gibi hatalı bir tutumun ortaya çıkmasından sakınmak gerekir.

Eğer GYO birden fazla alanda faaliyet gösterirse, faaliyet gösterdiği alanlardan birinde sıkıntılar yaşanması durumunda faaliyetlerini diğer alanlara kanalize edebilecektir¹⁸¹.

Tebliğ md.30/1 e göre genel amaçlı bir GYO portföyünü riskin dağıtılması ilkesi gereği, sektör, bölge ve gayrimenkul bazında çeşitlendirmeleri gerekmektedir. Tebliğ, Seri: VI, No: 17 sayılı Tebliğ ile değişikliklere uğramadan önce portföyün en az üç farklı gayrimenkul ve/veya gayrimenkul projesinden oluşması zorunluydu ve portföye alınacak bu değerlerin gayrimenkul veya gayrimenkul projelerinin her birinin portföydeki ağırlığı %10 dan daha aşağı olamıyordu. Ancak değişiklik sonrası sadece sektör, bölge ve gayrimenkul bazında çeşitlendirmeleri gerektiği belirtilerek, portföyün uzun vadeli yönetiminin esas olduğu belirtilmiştir.

Sektörel bazda çeşitlendirmede, belirli bir sektör seçilerek portföyün bu belirlenen sektördeki gayrimenkul yatırımlarını kapsayacak şekilde oluşturulmaktadır. Örneğin; turizm sektöründeki çeşitlendirmede GYO, otel, devremülk, tatil köyü gibi yatırımlarını portföyüne alacaktır. Bölgesel çeşitlendirmede ise, coğrafi sınırlar baz alınmaktadır. Yatırımlar belirli bölgelerde yoğunlaştırılmakta ve portföyde değişik sektörlerle ilgili gayrimenkul varlıklara yer verilmektedir¹⁸².

Buna göre portföy bu düzenleme doğrultusunda bu değerlerden oluşacaktır fakat portföyü oluştururken bir takım sınırlamalar söz konusudur. Bunlardan ilki gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı varlıklara ilişkin sınırlamalardır. Tebliğin 30. maddesinde GYO portföyünde yer alacak varlıkların nasıl dağılması gerektiğini belirtmiştir. Dağılım yapılırken GYO'nın türü göz önünde bulundurulmuştur.

Tebliğ md.30/2 *“Belirli alanlarda faaliyet göstermek veya belirli projelere yatırım yapmak üzere kurulan ortaklıkların portföylerinin en az %75 inin ünvanlarında ve/veya esas sözleşmelerinde belirtilen varlıklardan oluşması zorunludur.”* Bu getirilen sınırlamaya paralel olarak, ana sözleşmesinde veya ünvanlarında belirli alanlarda faaliyet göstereceği belirtilen (örneğin sağlık sektöründe)GYO'nun portföyünün %75ini bu varlıklardan oluşturacaktır. Belirli alanlarda faaliyet göstermek veya belirli projelere

¹⁸¹ Enflasyonun ortaya çıkmasıyla risklerden korunmak, paraya sahip olunması durumunda bile, pek mümkün olmamaktadır.Gayrimenkule dayalı portföy yönetimi için de aynı riskler geçerli olacaktır. Bu sebeple nitelikli GYO'na yatırım yapılması durumunda riskler de bertaraf edilebilecektir.**BLOCK**, a.g.e, s.23.

¹⁸²**ÇELİKTAŞ**, İlyas, “Yatırım Ortaklıklarına Hakim Olan İlkeler”, http://www.e-akademi.org/makaleler/iceliktas-2.htm#_ftn3, 24.4.2008

yatırım yapmak üzere kuruluş GYO açısından uzmanlaşmayı da beraberinde getirecektir. Bu düzenleme kamuyu aydınlatma ve yatırımcılara güven sağlama amacına ulaşılması açısından yerindedir. Yatırımcılara GYO'nun uzmanlık alanını tespit ve yapılan tespite göre yatırımlarını belirleme imkanı tanımaktadır.

C-Portföyü Uzun Süreli Yönetim İlkesi

GYO'nun faaliyetleri ile ilgili bir diğer ilke ise uzun süreli yönetim ilkesidir. Tebliğ md.30/1 de bu ilkeye “.....portföylerini sektör, bölge ve gayrimenkul bazında çeşitlendirmeleri ve uzun vadeli yönetmeleri esastır.” diyerek yer vermiştir. Ortaklık herhangi bir faaliyetini uzun süreli yönetim ilkesi gereğince yürütecektir. Zaten gayrimenkul yatırımları nitelikleri gereği kısa vadelerde beklentileri cevaplayan yatırımlar değildir. Gayrimenkul yatırımlarının bu yönü gözetilerek tebliğ hükmü düzenlenmiştir¹⁸³.

Portföyün çeşitlendirilmesi başlıklı md.30 Seri: VI, No: 17 sayılı Tebliğ ile değişikliğe uğramadan önce uzun vadeli yönetim ilkesine ilişkin düzenleme değişiklikler arz ediyordu. Önceki düzenlemeye göre “Ortaklıkların, portföylerini uzun vadeli yönetmeleri esastır. Yatırım yapılmasından itibaren bir yıl geçmeden portföyden 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.”

Kanımızca değişiklikten önceki düzenlemede portföylerin uzun vadeli yönetim ilkesinin hemen ardından gelen “Yatırım yapılmasından itibaren bir yıl geçmeden portföyden 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.” şeklinde getirilen düzenlemenin kaldırılması yerinde olmuştur. Bu fikrimizi bir örnekle destekleyecek olursak; GYO'nun sahibi olduğu konut alanındaki arsanın ani bir imar değişikliği ile ticaret merkezine dönüştüğünü ve çok büyük bir süpermarket firmasının arsaya satın almak için talip olduğu varsayımında GYO bir senelik sınıra takılıp alıp satmak ve bundan alım-satım karı elde etmek amacı ile satın aldığı arsayı satamadığı zaman amacına ulaşmaktan da uzaklaşacağı için

¹⁸³ BELEN, a.g.e, s.183

madde ile getirilen sınırlamanın yerinde olmadığı ve kaldırılmasının yerinde olduğu aşıkardır.

D-Portföy İşletmeciliğinin Devamlılığı İlkesi

Tipik bir anonim ortak olan GYO'nın icra organı dolayısıyla da portföy işletmeciliği faaliyetini de icra edecek olan organı ve oraklığın yetkili temsilcisi yönetim kuruludur. Yönetim kurulu bu faaliyetleri özen yükümlülüğüne uygun olarak yürütür. Bu, uzman bir kadro ile yönetilecek olan portföyün gelir elde etme ve bunu paylaşma amacını gerçekleştirirken ihmali hareketlerinden kaçınmalarını öngören bir yükümlülüktür. Bu yükümlülüğü daha da somutlaştırmak gerekirse, projeye dayalı yatırımda projenin en kısa zamanda gerçekleşmesi için, yönetim kurulu inşaatı yürüten şirketi sürekli kontrol etmelidir. Diğer yatırımlarda ise piyasa koşulları kar elde edebilecek şekilde değerlendirmelidir.¹⁸⁴

Tüm bunlar doğrultusunda portföy işletmeciliği faaliyeti süreklilik arzederken portföy işletmeciliği faaliyetinin gereklerinin yerine getirilmesinde özen yükümlülüğüne aykırı davranılmamalıdır¹⁸⁵. Uzun vadeli portföy yönetim ilkesine paralellik gösteren süreklilik ilkesi yatırımcılar için de önemlidir. Çünkü kısa sürede gelir elde etmek gayrimenkul yatırımları açısından pek mümkün değildir. Zira tebliğ md. 25/1 "*Sürekli olarak kısa vadeli gayrimenkul alım satımı yapamazlar.*" şeklinde düzenlemesiyle gayrimenkul yatırımlarının uzun süreli olması gerektiğini ve devamlılık içerisinde yürütülmesi gerekliliğini getirdiği bu yasakla da ortaya koymuştur.

GYO'nun varlık amacı ve GYO ile hedeflenen ulaşmak için portföy işletmeciliğinin sürekliliği ilkesi gereklidir. Yatırımın başarısında önemli etkenlerden biri olan süreklilik, GYO'na yatırımcı güveninin sağlanmasında da büyük rolü vardır.

Tebliğde üstü kapalı bir şekilde düzenlenen süreklilik ilkesi tebliğ md.27/d şu şekildedir: "*Portföyünde bulunan ve alımından itibaren beş yıl geçmesine rağmen üzerlerinde proje geliştirilmesine yönelik herhangi bir tasarrufta bulunulmayan arsa ve arazilerin oranı portföy değerinin %10'unu aşamaz.*" Madde ile getirilen sınırlama proje geliştirmek amacıyla edinilen gayrimenkuller için getirilmiştir. Mülkiyeti devir amacıyla

¹⁸⁴ BELEN, a.g.e, s.184, SUSAR, a.g.e, s.158

¹⁸⁵ Vekilin özen borcunun kapsamı hakkında ayrıntılı bilgi için bkz GÜMÜŞ, Alper, Türk-İsviçre Borçlar Hukukunda Vekilin Özen Borcu, İstanbul 2001, s.54

edinilmiş gayrimenkuller söz konusu madde kapsamında değildir. Ancak mülkiyeti devir amaçlı edinilmiş bir gayrimenkulun üzerinde proje geliştirilebilir. Maddede öngörülen 5 yıllık süre GYO'nun faaliyetlerinin sürekliliğini göstermekle beraber, karlılığı etkileyecek faaliyetleri en fazla %10 oranındaki yatırımlar için ihmal edebileceklerdir. Portföy değerinin %10unu aşan kalemlerde gösterilen ihmal karlılığı etkileyebilecektir.

Ancak süreklilik ilkesi tebliğ değişikliklerinden sonra ve getirilen yeni süreler göz önünde bulundurulduğunda GYO'nun tüm faaliyetleri, kuruluş amacına ve misyonuna uygun olarak süreklilik arz etmelidir.

E-Bağımsızlık İlkesi

Yönetim kurulunun GYO'nun temsilcisi ve icra organı olduğunu belirttik. Faaliyetlere yürüten ve hukuki işlemlerde bulunan yönetim kurulu seçilirken tebliğ bazı şartlar aramıştır.

Bu şartların aranmasındaki amaç, ortaklık amacına ulaşmak için faaliyetlerini yürütürken yönetim kurulu girdiği hukuki işlem ve eylemlerde objektiflik esaslarına göre davranmasıdır. Bu amaca hizmet eden ilke ise bağımsızlık ilkesidir¹⁸⁶.

Bağımsızlık ilkesinin gerekliliğinin başında tasarruf sahiplerinin sermaye piyasası kanunundan önce bankerlerin yasal boşluklardan faydalanıp halktan fon toplamalarının ardından iflas etmeleriyle uğradıkları zararlar gelmektedir. Sermaye piyasası kanunu sonrası ise, Kurul'un bağımsızlığının sağlanamaması ve işlemlerinin gereği gibi yapılamaması sonucu bir çok tasarruf sahibi zarara uğramışlardır. Sermaye piyasasına ilişkin genel kanun olan SPK'nun düzenlenme amacı göz önünde bulundurulduğunda, piyasanın sağlıklı gelişebilmesi ve sermaye piyasası kurumlarının faaliyetlerini gereği

¹⁸⁶ **NOMER**, N.Fusun, Yatırım Ortaklıkları, İstanbul 2003, s.148, **BELEN**, a.g.e, s. 194

GYO'nun günlük iş ve işlemleri Yönetim Kurulu'nun gözetim ve denetiminde Yönetim Kurulu tarafından yönetilir. Yönetim Kurulu ile Yönetim'in görevleri birbiriyle ilgili olmakla beraber mesafelidir. GYO'nun iş stratejileri Yönetim Kurulu ve Yönetim tarafından oluşturulurken, uygulaması Yönetim ve GYO çalışanları tarafından yapılır. Yönetim Kurulu'nun Üyeleri mevcut hissedarların temsilcileri olarak görev yapmakta olup, Yönetime yol gösteren ve yönetimin performansını hissedarlar adına değerlendiren konumdadırlar. Gözetim ve denetim görevini yerine getirirken, Yönetim Kurulu GYO'nun iş planları ve stratejilerini oluşturur veya yenilerken. GYO'nun karşı karşıya bulunduğu veya bulunabileceği risk ve tehditlere karşı Yönetimin tutumunu de değerlendirir ve gerekirse değişiklik önerir. Bu işlevinin bir gereği olarak Yönetim Kurulu, muntazaman Yönetim tarafından sunulan rapor ve performans durumlarını görüşür, GYO'nun finansal ve faaliyet performansını etkileyebilecek önemli olay, konu ve riskleri değerlendirir. GYO Yönetim Kurulu Üyeleri, Genel Müdür ve tüm yöneticiler ile, ya iletişimi rahatlatmak ve kolaylaştırmak için ihdas edilmiş olan Yönetim Kurulu Başkanlık Ofisi veya İdare Komitesi aracılığıyla olmak üzere sık sık, faal ve açık bir iletişim içinde bulunurlar. Bknz **TUNCCEL**, a.g.e, s.68

gibi yerine getirebilmek için bağımsızlık ilkesine uygun davranmaları şarttır. Böylece sermaye piyasasına geçişte ülkemizin gecikmesinin sonucu olan piyasanın derinleşmemesi sorunu giderilmeye başlanabilecektir.¹⁸⁷

Bağımsızlık ilkesinin bir gereği olarak, GYO faaliyetlerini yürütürken yatırımcının çıkarını gözetmeksizin kurumun faaliyetlerine aykırı olarak, ortaklıkta görev alan bazı kişilere ya da üçüncü kişilere çıkar sağlamaktan kaçınılmalıdır. Bağımsızlık ilkesinin GYO için önemi tebliğ tanımlar başlıklı 4. maddesinin g bendinde tanımlanmış olmasında da kendini göstermektedir. Maddeye göre bağımsızlık; *“Taraflar 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 halidir.”* Yani GYO faaliyetleri yürütülürken yapılacak herhangi bir işlemde, taraflar arasında bağımsızlık tanımına uymayan bir ilişki olmamalıdır.

Yatırımcıların sermaye piyasasına girerken sürekli bilgilendirilmesi ve bu bilgilerin değerlendirilmesi gerekmektedir. Ülkemiz için sürekli gelişmekte olan sermaye piyasasına ait bilgilerin değerlendirilebilmesi teknik bilgi birikimine sahip olmaya bağlıdır. Yani konusunda uzman ve deneyimli bir yönetim kurulunun varlığı şarttır. Ancak yönetim kurulu, yönetimi elinde bulundurduğu sürece yatırımlara istediği gibi yön verebileceğinden ve kendi çıkarlarını gözetebilme ihtimali GYO için de söz konusu olduğundan, Tebliğ md.4/g de tanımlanan bağımsızlık ilkesi gereğince faaliyetler yönetilmelidir¹⁸⁸.

Tasarruflarını GYO'na aktaran ve GYO'nın fon ihtiyacını gideren tasarruf sahipleri artan hisse senetleri değeri ve yıl sonu temettü dağıtımı ile amacına ulaşacaktır. Bunun karşılığında ortaklık da ilkelere uygun bir portföy yönetimi ile büyük yatırımlarını gerçekleştirerek yatırımcı açısından cazip bir yatırım aracı olacak, artan taleple doğru orantılı olarak büyüyecektir.

Tüm bu bilgiler ışığında yönetim kurulunun GYO'nın fiil ehliyetini kullanan organ olduğu görülmektedir. Yönetim kurulunun ortaklığın yetkili temsilcisi olduğunu göz

¹⁸⁷ **TANÖR**, Reha, Türk Sermaye Piyasası-Taraflar Cilt 1, İstanbul 1999, s.36 vd.

¹⁸⁸ **AKBULAK**, Sevinç / Yavuz, Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, İstanbul 2004 , s.324 Yönetim Kurulu üyelerinin özen ve sadakat borcu olmasından sonucunda ortaklıkla işlem yapma yasağı getirilmiştir. Ayrıntılı bilgi için bknz, **UÇAR**, a.g.e, s.23, **HELVACI**, Mehmet, Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulu Üyesinin Hukuki Sorumluluğu, İstanbul 2001, s.89

önünde bulundurursak, borçlar kanununda düzenlenen ve temsile ilişkin tüm ilkeler GYO'nun yönetim kurulları için geçerli olacaktır.

Temsil ilişkisi bir yönüyle de güvene dayalı bir ilişki olmasının sonucu olarak güvenin sağlanabilmesi için gerekli olan temsilcinin kendisiyle işlem yapma yasağıdır¹⁸⁹. Temsilci ile temsil olunan yatırımcının çıkarların çatışması durumuna engel olabilmek için Tebliğin "Yönetim kurulunun oluşumu" başlıklı 18. maddesinde yönetim kurulunun kimlere karşı bağımsız olması gerektiği sayılmıştır. Buna göre;

"Yönetim ve denetim kurulu, TTK'nın ilgili maddeleri uyarınca seçilir ve görev yapar. Ancak, yönetim kurulunda görev alacak üyelerin en az 1/3'ünün;

a) Ortaklıkta %10 veya üzerinde pay sahibi veya bu oranda oy hakkı olan diğer ortaklardan,

b) Ortaklıkta yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazını içeren pay sahibi ortaklardan,

c) Danışmanlık hizmeti alınan şirketten,

d) İşletmeci şirketlerden,

e) (a) ve (b) bentlerinde yazılı kişilerin %10'dan fazla paya veya bu oranda oy hakkına sahip olduğu şirketlerden,

f) Ortaklığın iştiraklerinden,

bu Tebliğ'in 4 üncü maddesinin (g) bendinde tanımlanan anlamda bağımsız olması ve bu hususa ortaklık esas sözleşmesinde açıkça yer verilmesi zorunludur. 1/3'ün hesaplanmasında küsuratlı sayı ortaya çıktığı takdirde en yakın tam sayı esas alınır."

Bu maddeyi tamamlayan tebliğ 20. madde hükmü ise, *"Yönetim kurulu üyeleri, yönetim kurulunun alacağı kararlarda taraf olan kimselerden bu Tebliğ'in 4 üncü maddesinin (g) bendi anlamında bağımsız olmaması durumunda, bu hususu gerekçeleri ile birlikte yönetim kuruluna bildirmek ve toplantı tutanağına işletmekle yükümlüdür. Bu hususta TTK'nın 332 nci maddesi hükmü saklıdır."*

Yönetim kurulu üyeleri, TTK'nın 334 üncü maddesi ile getirilen şirketle muamele yapma yasağından ve 335 inci maddesi ile getirilen rekabet yasağından muaf tutulmak

¹⁸⁹ YAVUZ, a.g.e, s.452

için ortaklık genel kurulundan izin alamazlar. Bu hususa ortaklık esas sözleşmesinde yer verilmesi zorunludur.” şeklindedir.

Bu iki hüküm yönetim kurulunun oluşumu ve alacağı kararlar açısından bağımsızlık ilkesinin önemi ortaya konmuştur. Bağımsızlık ilkesinin önemini vurgulayan maddeler “yönetim kurulunun oluşumu” ve “yönetim kuruluşuna ilişkin yasaklar” başlıklı 18. ve 20. maddeden ibaret değildir. Bağımsızlık ilkesini vurgulayan maddelerin bir diğeri de özellik arzeden kararların düzenlendiği 21. tebliğ maddesidir. Hükümle sayılan kararlar portföy yönetiminin temelini oluşturan faaliyetlere ilişkin kararlardır. Madde yönetim kuruluna işlemlerini kamunun aydınlatılması ve yatırımcının korunması ilkeleri ışığında yürütmesi hüküm altına alınmıştır.

Böylece ortaklığın kanuni temsilci olan yönetim kurulu üyelerinin uymak zorunda olduğu bağımsızlık ilkesi, ortaklığın bütün işlemleri için tebliğe yayılmış hükümlerle vurgulanmaktadır. GYO portföy yönetimi için yürütmek zorunda olduğu faaliyetlerini, ancak bu ilkelere uygun olarak yürüttüğü zaman yerine getirmiş olacaktır. GYO'nun hedefleri ve misyonu göz önünde bulundurulduğunda bağımsızlık ilkesiyle hareket ettiğinde ortaklık çalışanlarına ya da ilişkide bulunan diğer kişi ya da kuruluşlara çıkar sağlamadan, yatırımcının çıkarları doğrultusunda hareket etmiş olacak ve böylece hedeflerine ulaşacaktır.

F-Aydınlatma İlkesi

Sermaye piyasasında hedeflenen, küçük yatırımcının tasarruflarının toplanarak finans ihtiyacının karşılanması için büyük yatırımlara çekilmesidir. Bunun sağlanabilmesi için fon ihtiyacı olan ortaklıklar hisse senetleri, tahvil gibi sermaye piyasası araçları ihraç edeceklerdir. Küçük yatırımcının piyasaya çekilmesi için piyasayı sürekli izlemesi ve gerekli bilgileri düzenli bir şekilde alması gerekmektedir. Çünkü tasarruf sahibinin yapacağı yatırımın riskleri kendi üzerindedir. Ayrıca ülkemiz açısından sermaye piyasası hakkında yatırımcının yeterli bilgiye sahip olmadığı gerçeği de göz önünde bulundurulduğunda yatırımcının aydınlatılmasının ne kadar önemli olduğu açıktır. Sermaye piyasalarına ilişkin düzenlemeler de temel amaç, küçük

yatırımcının korunmasıdır. Bu amaç da ancak yatırımcının düzenli bir şekilde aydınlatılmasıyla mümkündür¹⁹⁰.

“Kamuyu aydınlatma, ortaklık pay sahipleri ve alacaklılarının çıkarlarını korumaya ve haklarını bilinçli, etkili bir şekilde kullanmaya yardımcı olan, gelecekteki pay sahiplerinin ve sermaye piyasasının diğer ilgililerinin aldatılmalarını önleyip, ortaklık yararına kazanılmalarını sağlayan, özel ekonomik gücün, ulusal ekonomik gücün, ulusal ekonominin gereklerine ve yararına uygun çalışmasına yardımcı olarak gerek iç, gerek dış denetimi içine alan ilkelerin tümüdür.”¹⁹¹

GYO açısından kamuyu aydınlatma da şu şekilde gerçekleşmelidir;

Koruyuculuk; menkul kıymet ihraç eden ortaklıkların yönetimi, finansal durumu ve faaliyet sonuçları ile menkul kıymetlerin nitelikleri hakkında doğru bilgilerin zamanında yeterli olarak verilmesi, böylece yatırımcıların bilgilendirilmesi ve yanıltılmasının engellenmesidir. Caydırıcılık, hileli ve ahlaka aykırı uygulamaların ağır yaptırımlara bağlanarak önüne geçilmesi, aydınlatma ise yatırımcıya yatırım kararını verebilmesi için gerekli bilgilerin detaylı olarak sunulmasıdır.¹⁹²

Ekonominin canlanması ve ülkenin gelişmesine önemli katkılarda bulunması beklenen sermaye piyasası ülkemizde yeni yeni gelişmeye başladığından ve yatırımcıların bilgisinin yetersiz olmasından dolayı, kötüye kullanılması ihtimali yüksektir. Bu da yatırımcının korunmasını zorunluluk haline getirmiştir. Yatırımcının korunmasını sağlayacak ilkelerden bir tanesi de kamunun aydınlatılmasıdır. Hedef kitlenin düzenli ve doğru bilgilendirilmesi ile amaca ulaşması beklenmektedir.

Ülkemiz insanın gayrimenkule olan tutkusu, yatırımcıyı GYO'na girerken daha güvenli olmasını sağlamaktadır. GYO da yatırımcısını sürekli bilgilendirmeli ve piyasalarda gelmesi beklenen yere gelmelidir. Tebliğ düzenlemeleri ile birlikte yatırımcısını korumak amacıyla GYO'nun bunu yapması daha kolay olacaktır.

¹⁹⁰ **KÜÇÜKSÖZEN**, Cemal, Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açından Değerlendirilmesi, Ankara 1999, s.7-9, **İHTİYAR**, a.g.e, s.25, Kurul'un bu konudaki görevleri için bkz **YASİN**, a.g.e, s.142

¹⁹¹ **TEKİNALP**, a.g.e., s.149 vd

¹⁹² **KÜÇÜKSÖZEN**, a.g.e, s.16, **ÜNAL**, HAAO, s.128-129

III-GAYRİMENKUL PORTFÖYÜ İŞLETEREK KAZANÇ ELDE ETMESİ

GYO'nun portföylerinin ağırlıklı olarak gayrimenkullerden oluşacağını belirtmiştik. Yani GYO gayrimenkul portföyü işleterek gelir elde edecektir. Tebliğin 4. maddesinde GYO'nun tanımı bunu belirtmektedir.

GYO'nun gayrimenkul ağırlıklı faaliyetlerinde kazanç elde etmeye yönelik hukuki işlemlerinden ilki tebliğde alım satım karı olarak belirlenmiştir. Tebliğde alım satım karı olarak düzenlenen işlem gayrimenkule mevcut hali ile yatırım yapılmasıdır. Buna göre gayrimenkul GYO'nun malvarlığına girmesinin ardından, satılması halinde aradaki fark

GYO'nun elde ettiği kazanç olacaktır. Gayrimenkulden elde ettiği bu kazanç ise temettüye esas olacaktır¹⁹³.

Alım satım karını düzenleyen tebliğ md 25/b ye göre *“Alım satım kârı veya kira geliri elde etmek maksadıyla ofis, konut, iş merkezi, alışveriş merkezi, hastane, otel, ticari depolar, ticari parklar ve buna benzer gayrimenkulleri satın alabilir ve satabilirler.”*

Bu faaliyeti ile GYO bir gayrimenkulun mülkiyetini edinmekte, karlılığına inandığı bir anda mülkiyetini başkasına devretmektedir. Ancak GYO portföyüne aldığı gayrimenkulleri hangi amaçla aldığını gerekçelendirmek zorundadır ve gayrimenkuller niteliği itibarıyla bu amaca hizmet edebilecek durumda olmalıdır.

A- Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Gayrimenkule Yatırım Yapması

1-Gayrimenkulun Öz Değerine¹⁹⁴ Yatırım

Üzerinde herhangi bir projenin gerçekleştirilmesi amacıyla edinilmeyen yani gayrimenkulun o anki mevcut haline yapılan yatırımlar gayrimenkulun öz değerine yapılmış yatırımlardır. Gayrimenkul üzerinde öz değerinin korunması için bir takım yatırımlar yapılacaktır.

¹⁹³ BELEN, a.g.e, s.209. Ayrıca yazar tebliğ ile belirtilen alım-satım karı ifadesinin anlaşılması güç bir ifade olduğundan bahisle, alım-satım karı yerine “mülkiyeti devir karı” ifadesini önermektedir. Tebliğ ile kastedilenin de mülkiyeti devir karı olduğunu ileri sürmektedir. Biz de bu görüşe katılıyoruz. Zira alım-satım karı dendiğinde sadece satım sözleşmesi ile kazanç sağlanacağı şeklinde bir anlam söz konusu olmaktadır. Oysaki GYO kazanç elde etmek için kiralama işlemleri de yapabilecektir.

¹⁹⁴ Kavram için bkz. BELEN, a.g.e, s.209

Öz değere yatırımda gayrimenkulun ya alım satım karından yararlanılacak ya da semerelerinden gelir elde edilecektir. Gayrimenkulun kiraya verilmesinde elde edilen kira bedeli ya da üzerinde sınırlı hak tesisi elde edilecek hukuki semerelerdir.

2-Alım-Satım Karı

GYO'nun proje geliştirmeden gayrimenkulün mülkiyetini malvarlığına dolayısıyla da portföyüne dahil etmesinin ardından satması ve alış bedeli ile satış bedeli arasındaki elde ettiği kar ile kazanç sağlamasını tebliğ alım satım karı olarak ifade etmiştir.

Ancak bu ifadenin kullanılması yönünde doktrinde eleştiriler mevcuttur. Eleştirilerin odağında bu ifadeye bağlı kalındığı takdirde gayrimenkulun öz değerine yatırım yapacağı durumlarda bunu ancak satım sözleşmesi ile yapabileceği yatmaktadır.GYO'nun uzman portföy işletme şirketleri olma nitelikleri göz önünde bulundurulduğunda satım sözleşmesinin tek yol olmaması gerektiğini belirtmişlerdir. Bunun gerekçesi olarak da kar elde etme amacıyla kurulan GYO'nun mülkiyetini edindiği gayrimenkulu kazanç getirebilecek, borçlar kanununda sözleşme serbestisi için de her türlü iki tarafa borç yükleyen sözleşme ile elinden çıkarabilmesi gerektiği gösterilmiştir.¹⁹⁵

Kanımızca alım satım karı ifadesinin tebliğde kullanılmasının altında yatan amaç, sözleşme serbestisi ile her türlü ivazlı akit karşılığı elde edilen kazançların denetlenmesinin zor olması ve örneğin muvazaaya neden olacak işlemlerin engellenmek istenmesidir. Ancak amaçlanan bu bile olsa denetim mekanizmaları güçlendirilerek GYO'nun kar elde etmesi için gerekli işlemleri yapmasına cevaz verilmesi gerekmektedir. Böylece kurum daha aktif hale getirilebilecektir. Zira Borçlar Kanunu düzenlemeleri de emredici kurallar bütünü olmaktan çok, taraf iradelerine ve kişisel çıkarlara dayanmakta ve sözleşme serbestisi ilkesi ile uygulanmaktadır. GYO da ortaklık esas sözleşmesinde çizilen sınırlar dahilinde, portföy işletmeciliği faaliyetini esas alarak amacını gerçekleştirmek için sözleşme serbestisi ilkesi ile işlem yapabilmelidir.

¹⁹⁵ BELEN, a.g.e, s.210, ERTEN, a.g.e, s.55

B- Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Gayrimenkule Dayalı Proje Geliştirilmesi

GYO'nun tebliğle belirlenen önemli faaliyetlerinden bir tanesi de gayrimenkul projelerine yatırım yapmasıdır.

Ülkemizde önem arz eden gayrimenkul projeleri GYO için Kurul tarafından da önemsenmiştir. Zira "yatırım faaliyetleri" başlıklı 25. tebliğ maddesinde geniş bir biçimde düzenlenerek yaşanacak uyuşmazlıklara engel olmak istemiştir.

Tebliğ GYO'nun portföy oluştururken ve faaliyet ilkelerini belirlerken bilinçli ve uzmanca davranmasını beklemektedir. Projeye yatırımla ilgili olarak ise Tebliğ GYO'nun amaçladığı hedef doğrultusunda projesini gerçekleştirme yükümlülüğü yüklemiştir. Ayrıca proje geliştirilecek gayrimenkuller için de bir takım şartlar öngörmüştür. Yani GYO amaçladığı hedef doğrultusunda, gelir elde etmek için proje geliştirdiğinde ve bunu gerçekleştirme aşamasına geçtiğinde seçtiği taşınmazın amacını karşılar nitelikte olmasına özen göstermelidir.

1-Proje ve Proje Geliştirme

GYO'nun projeye yatırım yapması temel faaliyetlerinden biridir. Projeye yatırım yapılırken gayrimenkulün mevcut halindeki değerini arttıracak şekilde hukuki işlemlerle, gayrimenkul üzerinde yeni bir şey ortaya çıkarılmaktadır.

GYO gayrimenkule ilişkin projelere yatırım yapacakları için gayrimenkul mülkiyetini düzenleyen hükümlerle yakından ilgisi bulunmaktadır. Çünkü proje genellikle gayrimenkul üzerinde inşa edilen yapıları kapsar. MK md.718/2 uyarınca gayrimenkul mülkiyetinin kapsamına inşa edilen yapılar da girmektedir. Ancak bu maddeden doğrudan doğruya "yapılan inşaat" ifadesinin anlamı pek çıkmamaktadır. İfade MK md.728 hükmünü değerlendirerek tayin edilebilir. Maddeye göre; *"Başkasının arazisi üzerinde kalıcı olması amaçlanmaksızın yapılan kulübe, büfe, çardak, baraka ve benzeri hafif yapılar, bunların malikine aittir. Bu tür yapılar, taşınır mal hükümlerine tâbi olur ve tapu kütüğünde gösterilmez."* Bu tür yapıya maddenin kenar başlığında da belirtildiği gibi "taşınır yapı" denmektedir. Taşınır yapının mülkiyeti üzerinde bulunduğu arazinin mülkiyetinden bağımsız olup inşa edenin mülkiyetine tabidir. Arsa üzerindeki

taşınır yapı, tapu kütüğüne kaydedilmeyeceği gibi planda da gösterilmez. Madde başkasının arazisinde yapılan taşınır yapılardan bahsetmektedir. İnşaatı yapan, arazinin maliki de olsa yapılan inşaat taşınmaz mülkiyetine tabi olmayıp, taşınır mal olarak ayrı mülkiyet konusu olur. Taşınır yapı için taşınır mülkiyetine ilişkin hükümler uygulanacaktır. Ancak bazı borç ilişkilerinde menfaatler dengesine daha uygun daha adil olan sonuca ulaştıran taşınmaz hükümlerine tabi olması hakkaniyete uygun olan olacaktır¹⁹⁶.

MK md.728'te de belirtildiği gibi *..kalıcı olması amaçlanmaksızın yapılan...inşaattan bahsedildiğine göre taşınır yapı onu inşa edenin bu inşaatın geçici olmasındaki iradesi yapıyı taşınır kılmaktadır. Tüm bu özellikleri taşımayan süreklilik arzetmesi iradesi ile yapılan inşaat arazinin mülkiyetine tabidir. Ancak yapıdan maksat sadece binalar değildir. Yapı geniş anlaşılması gereken bir kavram olup teknik kullanılarak arazinin üstüne veya altına tutturulan her şey MK md. md.718/2 kapsamında yapıdır. Önce geçici olarak kullanılmak üzere yapılan bir amaç değişikliği ile kalıcı olması istenirse, inşaatı yapı olmaktan çıkarır. Ancak yapı sayılabilmesi için amaç değişikliğinin ispatı gerekir*¹⁹⁷.

Bu şekildeki yapıyı GYO malik olarak inşa ederse, proje geliştirmiş olacaktır. Fakat MK. Md 728'de asıl olan başkasının malik olduğu araziye taşınır yapı inşa edilmesidir. Bu durumda GYO ancak hukuki bir işlemle taşınırı inşa edebilecektir. Ancak GYO'nun inşaat hizmetlerini bizzat vermesi tebliğ md.24/d ile yasaklandığından, projeyi gerçekleştirmek için adi ortaklık kurması söz konusu olacaktır. Zira bu durum da tebliğ md.34/1'de belirtilmiştir. Buna göre, *“Ortaklığın yürüttüğü projelerin inşaatlarının, tarafların inşaat işlerinden doğan karşılıklı hak ve yükümlülüklerini içeren bir sözleşme dahilinde müteahhitlerce yapılması zorunludur.”* Nitekim GYO projesini yürütecek inşaat şirketini seçerek bir eser sözleşmesi yapacak ve sözleşmeden doğan ücret ödeme borcu altına girecektir.

GYO'nun proje geliştirmesi, arazinin değerini arttırmaya yönelik her türlü işlemi kapsamaktadır. Proje geliştirmenin amacı ise GYO'nun kazanç elde etme amacına ulaşmasıdır. Bunun için projeleri üretilip, yaşama geçirmesi ve ihtiyaçların

¹⁹⁶ OĞUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR, a.g.e, s.546, GÜRZUMAR, B. Osman, Türk Medeni Hukukunda Üst Hakkı (Kamu Malı Taşınmazlar Üzerinde Üst Hakkı ve Yap-İşlet-Devret Modeli Dahil), İstanbul 2001, s.110

¹⁹⁷ OĞUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR, a.g.e, s.546

karşılanmasını sağlamalıdır. GYO kazanç elde etmesi amacına yönelik bu işlemler aynı zamanda GYO'nun tanınarak cazibesinin artmasına da vesile olacaktır.¹⁹⁸

Projeye yatırımda ise GYO portföyünde bulunan değerlerin bazılarını veya sermayesini tebliğin belirlediği ilkeler uyarınca projenin gerçekleştirilmesine aktaracaktır.

2-Projeye Yatırımda Alternatif Hukuki Yollar

Tebliğ GYO'nun projeye yatırımda bazı alternatif seçenekler yer almaktadır. "Yatırım faaliyetleri" başlıklı 25. tebliğ maddesinde GYO'nun tebliğde belirtilen sınırlar dahilinde kalmak üzere, projelere yatırım yapmasının hangi şekillerde olabileceği belirtilmiştir.

Maddeyi bütünüyle inceleyecek olursak;

Maddenin c bendinde GYO ilk olarak mülkiyetlerini edinerek veya tapu kütüğüne şerh edilmiş gayrimenkul satış vaadi sözleşmesi akdetmek suretiyle alım satım kârı elde etmek veya kat irtifakı tesisi suretiyle proje geliştirmek maksadıyla arsa ve arazileri alabileceklerdir. Bu durumda GYO'nun malik olduğu gayrimenkul üzerinde proje geliştirecektir.

Maddenin e bendinde ise, ilgili mevzuat uyarınca gerekli tüm izinleri alınmış, projesi hazır ve onaylanmış, inşaat başlanması için yasal gerekliliği olan tüm belgelerinin tam ve doğru olarak mevcut olduğu bağımsız gayrimenkul değerlendirme şirketleri tarafından onaylanmış, hasılat paylaşımlı projeler dahil gayrimenkule dayalı projelere, projenin her aşamasında gayrimenkul geliştirme kârı veya kira geliri elde etmek amacıyla mülkiyetlerini edinmek veya üst hakkı tesis ettirmek suretiyle yatırım yapabilecekleri belirtilmiştir.

Maddenin g bendini belirtecek olursak buna göre GYO, Yap-İşlet-Devret modeliyle geliştirilecek projeleri, e bendinde belirtilen şartların sağlanması koşuluyla kendisi veya başkaları lehine üst hakkı tesis ettirmek suretiyle gerçekleştirebileceklerdir.

¹⁹⁸ GARRIGAN, a.g.e, s.89

Yine maddenin h bendinde Kurulca uygun görülecek nitelikte teminata bağlanmış olmak kaydıyla, mülkiyetini edinme amacı olmaksızın veya kat irtifakı tesis edilmeksizin yine e bendindeki şartları taşıyan gayrimenkule dayalı projelere sözleşme hükümleri çerçevesinde yatırım yapabilmesi olanağı öngörülmüştür.

Son olarak madde ile projeye yatırımda başka bir alternatif ı bendinde düzenlenmiştir. I bendi uyarınca GYO, e bendindeki şartları taşıyan gayrimenkule dayalı projelere, müştereken malik olanların aralarındaki sözleşmede ortaklığın payına düşen kısım üzerindeki tasarrufuna ilişkin bir sınırlama olmaması şartıyla kat irtifakı tesisi yoluyla müştereken yatırım yapabilecektir.

Maddenin incelenmesinden sonra görülüyor ki tebliğ GYO'na projeye yatırım faaliyetinde beş farklı hukuki yol öngörmüştür. Ancak bu düzenleme GYO'nun yatırım yapabileceği proje alanını oldukça daraltıcı, örnekleme yoluyla yapılmış bir düzenlemedir. Bunun sebebi ise GYO'nun sermaye piyasasında faaliyet gösteren yeni bir kurum olmasından kaynaklanmaktadır. Bentlerde yer alan alternatifler uygulamada karşılaşılabilecek olanların, ya da şu ana kadar karşılaşılmış durumlara göre yapıldığından bazıları GYO için riski oldukça yüksek alternatiflerdir.

a-Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Sahibi Olduğu Taşınmaza Ait Proje Geliştirmesi

GYO bir taşınmaz üzerinde tek başına, birlikte ya da müştereken malik olabilir. Bu durumların her birinde tasarruf yetkilerinin kapsamı farklılık arz edeceğinden arazi üzerinde proje geliştirebilmek için tasarruf yetkilerinin kapsamında davranmak zorunluluğundadır. Hak sahibinin sayısı bakımından mülkiyet hakkı “tek kişi mülkiyeti” ve “birlikte mülkiyet” şeklinde bir ayrıma tabidir¹⁹⁹.

GYO proje geliştirilecek arazide, tüzel kişi olarak tek başına malik olduğunda MK m.638 hükmü gereğince mülkiyet hakkına sahip olacaktır. Mülkiyet hakkı hak sahibine en geniş tasarruf yetkilerini verir. Bu durumda GYO tebliğe uygun olarak, başka bir deyişle tebliğdeki sınırlamalar dahilinde ve faaliyetlerine hakim olan ilkeler uyarınca, gayrimenkulleri edinecek ve proje yatırımlarına kanalize edecektir. Yani tebliğde alım-satım karı olarak belirtilen amaçla gayrimenkulleri edindikten sonra bunlar üzerinde de

¹⁹⁹ Hak sahibinin sayısı bakımından yapılan bu ayırım için bkz. **AYBAY/HATEMİ**, Eşya Hukuku Dersleri, İstanbul 1990, s.78, **OĞUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR**, a.g.e, s. 237, **ERTAŞ**, a.g.e, s.221

tebliğ ilkelerine ve sınırlamalarına dayanarak proje geliştirebilecektir. Tebliğ md.25/d bendi GYO'nun tek başına malik olması durumunu düzenlemiştir²⁰⁰.

Tebliğde proje geliştirilebilecek taşınmazlar için bazı nitelikler aranmıştır. Buna göre taşınmaz; ilgili mevzuat uyarınca gerekli tüm izinleri alınmış, projesi hazır ve onaylanmış, inşaata başlanması için yasal gerekliliği olan tüm belgelerinin tam ve doğru olarak mevcut olduğu bağımsız gayrimenkul değerlendirme şirketleri tarafından onaylanmış olmalıdır. (Tebliğ md.25/e)

GYO herhangi bir taşınmazda birlikte mülkiyet esaslarına göre birden çok kişi ile birlikte malik olabilir. Ancak birlikte mülkiyet paylı mülkiyet ve elbirliği ile mülkiyet şeklinde ikili bir ayrıma tabidir²⁰¹. Paylı mülkiyet durumunda GYO birden çok kişinin bir taşınmazdaki mülkiyet hakkında pay sahibi olurken, elbirliği mülkiyetinde GYO arasındaki ortaklık ilişkisi nedeniyle bir mala ortaklaşa malik olmaktadır.

Paylı mülkiyet uygulamada en çok gayrimenkul yatırımları üzerinde karşımıza çıkmaktadır. Paylı mülkiyette bir taşınmaz üzerinde birden fazla kişinin adı tescilde belirtilirken, tasarruf yetkisi tüm pay sahiplerinin alacağı kararla kullanılmaktadır²⁰². Ancak her paydaş da kendi payı üzerinde mülkiyetin verdiği tüm yetkilere sahip olmaktadır. Bu durumu Tebliğ md 25/i "*gayrimenkule dayalı projelere, müştereken malik olanların aralarındaki sözleşmede ortaklığın payına düşen kısım üzerindeki tasarrufuna ilişkin bir sınırlama olmaması şartıyla kat irtifakı tesisi yoluyla müştereken yatırım yapabilirler*" şeklinde belirterek GYO'nun taşınmaz üzerinde paylı mülkiyet paydaşı olması durumunda kendi payında yatırım yapmasının esası düzenlenmiştir. GYO'nun paylı mülkiyette paydaş olması taşınmazda mülkiyet payı edinmesiyle, ki bunu hukuki işlemle ve kendi iradesiyle yapacaktır ,ya da idari bir kararla idarenin GYO'nun sahibi olduğu taşınmazda düzenleme ortaklık payı tesis edip paydaş olmasıyla olacaktır. Tebliğin düzenlediği husus GYO'nun paylı mülkiyet durumunda payı üzerinde proje geliştirebileceğini belirtmiştir. Ancak GYO bu durumda kat irtifakı tesis etmek suretiyle proje geliştirebilecektir. Yani GYO ya paydaş olduğu gayrimenkuldeki payı üzerinde proje geliştirecek ya da tebliğe uygun proje geliştirilmiş gayrimenkullere paylı mülkiyet esasına göre sonradan paydaş olacaktır. Aynı zamanda GYO kendi payını

²⁰⁰ GÖKÇE, a.g.e, s.23

²⁰¹ OĞUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR, a.g.e, s.240, HATEMİ/SEROZAN/ARPACI, Eşya Hukuku, İstanbul 1991, s 98-99

²⁰² OĞUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR, a.g.e, s.244, ERTAŞ, a.g.e, s.225

başkasına temlik edebilme yetkisini de MK. md. 688/III uyarınca sahiptir. Tebliğ md. 25/i de üzerinde durulması gereken diğer bir husus da GYO'nun proje geliştireceği kısım üzerinde tasarrufuna ilişkin bir sınırlamama olmaması şartıdır. Bu şart ile korunmak istenen GYO'nun yatırımcılarının korunmasıdır. Yani GYO proje geliştirirken diğer paydaşlar ile sözleşme yapacak ve bu sözleşmede GYO'nun payına herhangi bir sınırlama getirilmeyecektir. Örneğin GYO'nun payına ipotek konulamayacaktır.

GYO'nun bir taşınmazda elbirliği ile mülkiyet hakkına sahip olması durumu, yatırım faaliyeti olarak tebliğde değinilmemiş olsa da tebliğ 4/a da adi ortaklık kurmasına cevaz verilmesi taşınmazlar üzerinde elbirliği mülkiyetine de sahip olacağını göstermektedir. Söz konusu maddeye göre GYO belirli projeleri gerçekleştirmek amacıyla birden fazla gerçek veya tüzel kişiyle bir araya gelip adi ortaklık kurabilecektir. BK'nun adi ortaklığı düzenleyen hükümlerine göre adi ortaklıkta, ortaklığın tarafları arasında elbirliği ile mülkiyet ilişkisi mevcuttur²⁰³. Bu ilişkinin sonucu olarak da borçlardan müteselsilen sorumlu olacaklardır. Proje gerçekleştirmek için GYO diğer taraflarla bir adi ortaklık sözleşmesi akdedecektir. Adi ortaklık kurarak proje geliştirilme durumunda GYO ya kendisinin malik olduğu taşınmaza proje ortağı olacak biriyle adi ortaklık kuracak ya da adi ortaklığın GYO dışındaki tarafı taşınmazını adi ortaklığa sermaye olarak koyacaktır.

b-Gayrimenkule Dayalı Haklara Uygun Proje

Projenin gerçekleştirileceği taşınmazda taşınmazını sermaye olarak koyan taraf lehine güvence getirilmek amacıyla sınırlı aynı haklar kurulur. Tebliğ md.25/f *“Gayrimenkuller üzerinde intifa hakkı kurabilir ve bu hakkı kullanabilirler, devre mülk irtifakı kurabilirler, sahip oldukları arsalar üzerinde ticari kâr elde etmek maksadıyla üst hakkı yükümlüsü olabilirler”* şeklindedir. Tebliğde projeye yatırım için kurulacak aynı haklardan sadece üst hakkı, kat irtifakı ve devre mülk irtifakına yer verilmiştir.

GYO'nun sınırlı aynı hak tesis etmesi suretiyle kazanç elde etmeleri hususu Tebliğ md. 25/g-h-ı bentlerinde düzenlenmiştir. 25. maddenin g bendi *“Özel düzenlemeler saklı kalmak kaydıyla Yap-İşlet-Devret modeliyle geliştirilecek projeleri, bu maddenin (e) bendinde anılan şartların sağlanması koşuluyla kendisi veya başkaları lehine üst hakkı tesis ettirmek suretiyle gerçekleştirebilirler”* şeklinde düzenlenmiş, aynı maddenin

²⁰³ Adi ortaklık konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. **YAVUZ**, a.g.e, s.543-551, **ZEVKLİLER/HAVUTÇU**, Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, Ankara 2007, s.333, **BARLAS**, Nami, Adi Ortaklık Temeline Dayalı Sözleşme İlişkileri, İstanbul 1998, s.21 vd.

h bendi ise, “Kurulca uygun görülecek nitelikte teminata bağlanmış olmak kaydıyla, mülkiyetini edinme amacı olmaksızın veya kat irtifakı tesis edilmeksizin bu maddenin (e) bendindeki şartları taşıyan gayrimenkule dayalı projelere sözleşme hükümleri çerçevesinde yatırım yapabilirler” ve nihayet ı bendinde ise, “Bu maddenin (e) bendindeki şartları taşıyan gayrimenkule dayalı projelere, müştereken malik olanların aralarındaki sözleşmede ortaklığın payına düşen kısım üzerindeki tasarrufuna ilişkin bir sınırlama olmaması şartıyla kat irtifakı tesisi yoluyla müştereken yatırım yapabilirler” şeklinde düzenlenmiş sınırlı aynı haklarla ayrı ayrı bentlerde düzenlenmiştir.

GYO'nun kendisine ait arazide başkası lehine sınırlı aynı hak tanınması durumunda, sınırlı aynı hak sahibi projeden sağlanacak gelire katılmakta ancak olası riskleri de birlikte üstlenecektir. Tebliğ 25. maddenin g bendine göre Yap-İşlet-Devret modeliyle başkası lehine sınırlı aynı hak tanıyarak proje geliştirecektir. Yap-İşlet-Devret modeli, bir kamu alt yapı yatırım veya hizmetinin finansmanı özel bir şirket tarafından karşılanarak gerçekleştirilmesi ve Kamu tarafından belirlenen bir süre için işletilmesi ve yine bu süre içinde ürettiği mal veya hizmeti, tarafların karşılıklı saptadıkları bir tarife uyarınca Kamu kuruluşlarına satması ve sürenin sonunda işletmekte olduğu tesisleri bakımı yapılmış, eksiksiz ve işler durumda ilgili Kamu kuruluşuna devretmesi diye tanımlanmış ve ülkemizde özelleştirmeyi teşvik edici şekilde uygulanmıştır²⁰⁴.

Yüksek teknoloji ve büyük mali kaynak gerektiren kamu hizmetlerinin özel hukuk sermaye şirketleri tarafından gerçekleştirilmesi olarak tanımlanabilecek yeni bir özel finansman modelidir²⁰⁵. Bu sistemde idare sermaye şirketi olan bir tüzel kişiyle bir kamu hizmetinin uzun süreli olarak kurulması ve işletilmesi için hizmetten yararlananlardan alınacak bir bedel karşılığında ve giderleriyle kar zarar özel girişimciye ait olmak üzere, idari imtiyaz sözleşmesi olarak adlandırılan bir sözleşme yapar.²⁰⁶ Yap-işlet-devret uygulamasında yüklenici tarafından tesisin işletme süresi boyunca kullanımı ve yararlanma(intifa) hakkı yüklenicide bulunmaktadır. Tesis üzerinde intifa hakkı tapu siciline kayıt ile oluşur. Tesisin maliki intifa hakkının yüklenici tarafından kullanıldığı süre içerisinde sadece ve sadece mülkiyet hakkının sahibidir.

Yap-İşlet-Devret modeli ülkemizde kamu hizmetleri için öngörülmüş olmasının sebebi, yüksek maliyetli kamu hizmetlerine-genellikle enerji projelerine-özel sektörün

²⁰⁴ POLATKAN, Vahit, Yap-İşlet-Devret, Ankara 1997, s.12-13

²⁰⁵ YERLİKAYA, Gökhan Kürşat, Yap-İşlet-Devret Modeli Hukuki Mahiyeti ve Vergilendirme, İstanbul 2002. s.25, Doktrindeki Yap-İşlet-Devret modeli tanımlamaları için bkz. KARABULUT, Güzin PEKGÜÇLÜ, Türk Özel Hukukunda Yap-İşlet-Devret Sözleşmesi, Ankara 2006,s.30

²⁰⁶ Kamu İmtiyazı Sözleşmeleri konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. YERLİKAYA,a.g.e, s.116-126

finansmanın sağlanması açısından getirilmiştir. Ancak tebliğde GYO'na sağlanan Yap-İşlet-Devret modeliyle proje geliştirilmesi gayet tabii ki sadece kamu hizmetleri için öngörülmemiştir. GYO maliki olduğu bir taşınmazda, Yap-İşlet-Devret ile proje geliştirdiğinde projeye katılan ve riski paylaşan ortağına güvence sağlamak amacıyla üst hakkı tesis etmektedir. Ancak tebliğde ortağa güvence sağlanabilecek sınırlı aynı haklardan sadece üst hakkını öngörmesi eksik bir düzenlemedir. GYO, proje ortağı ile arasındaki sözleşmenin içeriğine uygun olarak intifa hakkı da tanıyabilmelidir²⁰⁷.

Aynı bent uyarınca, Yap-İşlet-Devret modelinde GYO başkasının malik olduğu bir arazide aralarında akdedecekleri bir sözleşme uyarınca da proje geliştirebilecektir. Bu durumda üst hakkı GYO lehine kurulacak, üst hakkının sağladığı güvencelerden GYO yararlanacaktır.²⁰⁸

Üst hakkının sağladığı güvence dışında uzman bir kuruluş olan GYO kendine bunun dışında hukuki güvenceler sağlayarak da yatırım yapabilmelidir. Bu hak tebliğ md.25/h de sağlanmıştır. Buna göre *“Kurulca uygun görülecek nitelikte teminata bağlanmış olmak kaydıyla, mülkiyetini edinme amacı olmaksızın veya kat irtifakı tesis edilmeksizin bu maddenin (e) bendindeki şartları taşıyan gayrimenkule dayalı projelere sözleşme hükümleri çerçevesinde yatırım yapabilirler”* Yani GYO herhangi bir hak tesis edilmeden de, hukuki güvenceleri sözleşmelerle sağlayarak yatırım yapabilecektir²⁰⁹.

IV-GAYRIMENKULE DAYALI HAKLARA YATIRIM YAPARAK KAZANÇ ELDE ETMESİ

GYO'na ilişkin esaslar tebliğinde GYO'nun yatırım yapacağı gayrimenkule dayalı haklar çok kısıtlı tutulmuş, bu kısıtlama gayrimenkul gibi işlem gören sınırlı aynı haklarla yapılmıştır. Gayrimenkul gibi işlem gören sınırlı aynı haklar bağımsız ve sürekli olarak kurulup tapuya da şerh verilmek suretiyle tesis edilirler. Yani hak, belirlenmiş bir taşınmaz üzerinde mülkiyet hakkına dayalı olarak veyahut da belirli bir kişi lehine kurulmamış olmalı ve devredilebilir ve en az 30 yıl için kurulmuş olmalıdır²¹⁰.

²⁰⁷ İntifa hakkı için bkz. **ÖZEN**, Burak, Türk Medeni Hukukunda Eşya Üzerinde İntifa Hakkı, İstanbul 2008, s.33

²⁰⁸ Yap-İşlet-Devret sözleşmesinde GYO lehine kurulacak üst hakkı, sözleşmenin niteliği gereği uzun seneler için süreklilik arzedecek şekilde kurulacaktır. GYO imtiyaz sahibi olacaktır. GYO'nun yap-işlet-devret sözleşmesi ile üstleneceği borçlar için bkz. **KARABULUT**, a.g.e, s.149, Yap-İşlet-Devret Sözleşmesinin Değerlendirilmesi konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. **YERLİKAYA**, a.g.e, s.133-134

²⁰⁹ **GÜRZUMAR**, a.g.e, s.36

²¹⁰ **ÖĞÜZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR**, a.g.e, s.579

GYO gayrimenkule dayalı bu haklara yatırım yapmasındaki amaç kazanç elde etme ve bunu paylaşmasıdır. GYO yine ya kendisine ait bir taşınmazda başkası lehine hak tesis ederek bu hakkın karşılığı bedele hak kazanacak ya da başkasına ait arazide üst hakkı sahibi olarak kar elde edebilecektir.

GYO'nun gayrimenkule dayalı haklara yatırım yapması Tebliğ md 28de düzenlenmiştir. Buna göre; *“Ortaklığın edineceği gayrimenkullere ilişkin aynı haklar Medeni Kanun hükümlerine göre tesis edilir. İrtifak haklarından yalnızca intifa hakkı, devre mülk irtifakı ve üst hakkı tapuda ayrı bir sayfaya ortaklık lehine daimi ve müstakil bir hak olarak kaydolunması şartıyla tesis ettirilebilir. Üst hakkının devredilebilmesine ilişkin olarak bu hakkı doğuran sözleşmede herhangi bir sınırlama getirilemez. Ancak özel kanun hükümleri saklıdır.”* İntifa haklarından sadece intifa hakkı, devre mülk irtifakı ve üst hakkının yatırım yapılabilecek haklardan olabileceği Tebliğin bu tarzdaki yatırımları daralttığına göstergesidir. Gayrimenkul gibi işlem görme şartı tebliğin gayrimenkule dayalı yatırımda aradığı zorunlu şart olup MK.md 998de tapu siciline arazi, arazi üzerindeki bağımsız ve sürekli haklar dışında kat irtifakına konu bağımsız bölümlerin kaydedileceğini düzenlenmiştir.

İrtifak hakları bir kişi lehine veya eşyaya bağlı olarak tesis edilebilirler. Kişi lehine kurulan irtifak hakkına şahıs irtifakı denir. Şahıs irtifak haklarından bazıları zorunlu olarak kişi lehine kurulup, başkasına devredilemezler. Eşyaya bağlı irtifaklar ise bir taşınmaz üzerinde diğer bir taşınmaz lehine konulmuş bir yük olup, yüklü taşınmazın malikini mülkiyet hakkının sağladığı bazı yetkileri kullanmaktan kaçınmaya veya yararlanan taşınmaz malikinin yüklü taşınmazı belirli şekilde kullanmasına katlanmaya mecbur kılan haklardır²¹¹.

A-Üst Hakkı

Üst hakkı, MK md.826 uyarınca taşınmaz maliki, üçüncü kişi lehine arazisinin altında veya üstünde yapı yapmak veya mevcut bir yapıyı muhafaza etmek yetkisi veren bir irtifak hakkıdır. Üst hakkı sahibine arazinin altında veya üstünde bir inşaat yaparak, veya arazide hakkı kurulmasından önce mevcut bir inşaatı muhafaza ederek ona malik olma yetkisi verir²¹².

²¹¹ AKİPEK, Jale, Türk Eşya Hukuku Mahdut Aynı Haklar, Ankara 1974, s.17

²¹² OĞUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR, a.g.e, s596. Üst hakkı konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. ARAL, Vecdi, İnşaat (Üst) Hakkı, İstanbul 1962,s.23, KÖPRÜLÜ/KANETİ, Sınırlı Aynı Haklar, İstanbul 1982-1983 s.28 vd.

Üst hakkı belirli gerçek veya tüzel kişi lehine kurulduğunda, taraflar hakkın devredilemeyeceğini veya mirasçılara geçmeyeceğini kararlaştırabilirler. Aksi takdirde üst hakkı devredilebilir bağımsız bir hak olacaktır. Devredilebilir olan bir üst hakkı yüzyıldan fazla süre için tesis edilemez (MK md. 836/1). Üst hakkının tesis için öngörülen sürenin dörtte üçü dolduktan sonra kurulması için öngörülen süre şekle uyularak azami bir yüzyıl daha uzatılabilir. Ancak böyle bir uzatma sözleşmesi yapılacağına ilişkin önceden yapılan taahhütler bağlayıcı değildirler (MK md.836/2). Devredilebilen ve en az 30 yıl için kurulan üst hakkı bağımsız ve sürekli bir hak olup, tapu kütüğünde ayrı bir sayfaya taşınmaz olarak kaydedilerek gayrimenkul hükümlerine tabi olacaktır. (MK md.826/son)

Üst hakkı, başka bir taşınmaz lehine de kurulabilir. Bu durumda eşyaya bağlı irtifak hakkı söz konusu olacaktır.²¹³

GYO'nun faaliyetleri göz önünde bulundurulduğunda üst hakkı çok önemli bir yere sahiptir. Aksi kararlaştırılmadıkça başkalarına devredilebilen üst hakkı GYO'nun gelir elde etme amacına hizmet eden ve tebliğ ile geniş düzenlemelere sahip üst hakkının uygulama sahası da oldukça geniştir. İnşaat yapmayı düşünen GYO inşaat için yeterli sermayeye sahip iken, arsayı satın alabilecek finansman sıkıntısı içindeyse, üst hakkından yararlanabilecektir. Aynı şekilde GYO malik olduğu arazide inşaat yapamayacak ise arazisini de elinden çıkarmadan, başkası lehine üst hakkı tesis ederek üst hakkı devam ettiği sürece gelir elde edebilecek, arazisi üzerine yapılan yapı da arazinin değerini arttıracaktır²¹⁴.

GYO portföyünün bir parçası olarak üst hakkı kamu arazilerinin değerlendirilmesi açısından önemlidir. Kamu kurumlarının malik olduğu ve özel mülkiyete konu olamayan herhangi bir hukuki işleme konu olmadan varlıklarını sürdürmekte, kamu kurumları da bunları değerlendirebilmek amacıyla üst hakkı tesis ederek gerçek veya tüzel kişilere tahsis edebilecektir.²¹⁵ Aynı şekilde üst hakkı ile alt yapı ve sosyal yaşam alanları gibi kentleşme gereksinimleri giderilebilecektir. Eğitim, kültür binaları, hastaneler üst hakkı tesis edilerek inşa edilebilecektir.

²¹³ ÜNAL, Mehmet, Türk Medeni Hukukunda Yapı (Üst) Hakkı, Ankara 1988, s.108

²¹⁴ Üst hakkının sağlayacağı yararlar konusu için bkz. ÜNAL, M, a.g.e, s.9-13

²¹⁵ YERLİKAYA, a.g.e, s.116

GYO üst hakkına yatırımda, üst hakkı sahibi veya üst hakkı yükümlüsü olacaktır. GYO'nun gayrimenkule yatırım yapmasını sonucu olarak GYO Tebliğ uyarınca sadece tapuda kaydedilmiş üst haklarını kazanabilecektir.(Tebliğ md.25/c)

GYO'nun üst hakkından yararlanabilmesi alternatiflerinden birincisi onun hak sahibi olmasıdır. Hak sahibi olarak GYO üst hakkını karşılıklı olarak devredebilecek, proje geliştirirken üst hakkını konu edebilecek, üst hakkını alacak hakkı sağlayan işlemler olarak kullanabilecektir. GYO üst hakkı sahibi olarak çok yüksek değerdeki gayrimenkulleri satın almak durumunda kalmaksızın gelir elde edebilecektir. Buna ek olarak GYO üst hakkı sahibi olduğu gayrimenkulu kiraya verebilecek ve bundan da kira geliri elde edebilecektir. Aynı şekilde diğer projelerine finansman sağlamak amacıyla GYO üst hakkını rehin hakkına konu edebilecektir.

GYO kamu arazilerinde kendisine tesis edilmiş olan üst hakkından da faydalanabilecektir. Kamuya ait taşınmazlar üzerinde tesis edilen irtifaklar, tapu kütüğüne tescille, özel hukuk hükümlerine tabi bir aynı hak özelliklerine ulaşacaktır²¹⁶. Ancak bu sadece tapuya kayıtlı gayrimenkuller için söz konusu olacaktır. Bu durumda idari irtifak olmaktan kurtulmuş hak idarenin tek taraflı emirlerinden de bağımsız olacaktır. Yani taşınmaz maliki idarenin üst hakkı tesisi özel hukuk işlemidir ve uyuşmazlıklar adli yargıda çözümlenecektir²¹⁷. İdarenin tek taraflı işlemiyle hakkın terkinini talep etmesi durumunda, idari yargıda dava açarak yürütmenin durdurulmasını da talep edebilecektir²¹⁸.

Kamuya ait taşınmazlarda üst hakkı tesisi uygulamada tahsise bağlı olarak yapılmakta ve tahsisleri yönetmelik hükümleri uyarınca yapmaktadır. Yani taşınmaz tapuya kaydedilinceye kadar kamu hukuku kurallarına bağlı olacak, kayıt ile birlikte özel hukuka tabi olacaktır²¹⁹. Kayıt öncesinde idare tek taraflı işlemi ile hakkın terkinini talep edebilir. Bu durumda yükümlülüklerini yerine getiren hak sahibi MK md. 832 uyarınca yapıların bedeli kadar tazminata hak kazanacaktır.

Kamuya ait taşınmazlarda GYO lehine üst hakkı tanınmasında özellik arzeden yasal düzenlemelerden ilki 2634 sayılı Turizmi Teşvik Kanunudur. Kanununun 8. maddesi

²¹⁶ **BAŞARAN/MAT**, Hazineye Ait Gayrimenkullerin Satışı Kiralanması ve Kat Karşılığı Müteahhide Verilmesi, İstanbul 2007, s.26

²¹⁷ **GÖZLER**, a.g.e, s.507

²¹⁸ **DEMİRKOL/BAŞ**, İdari Yargıda Dava Açma ve Davaların Takip Usulü, İstanbul 2007, s.38

²¹⁹ **GÜRZUMAR**, a.g.e, s.199-200

Turizm Bakanlığı'na tahsis edilen ve kamu malı sayılan araziler üzerinde özel hukuk kişileri için irtifak hakları kurulabileceğini düzenlemektedir. İrtifak haklarının kurulması, süresi, bedeli ve sona ermesine ilişkin hükümler ise TurTK md 8/c uyarınca Turizm Bakanlığı, Maliye Bakanlığı ve Tarım Orman Bakanlığı tarafından müştereken tespit edilecektir. TurTK'nu uyarınca turizm için önemli olan ve Turizm Banklığına tahsis edilen kamuya ait taşınmazlar yine turizm sektörünü geliştirecek yatırımlar için kullanılabilir; otel, tatil köyü, plajlar yapılabilir. Bu olanak karşısında GYO tapuya gayrimenkul olarak kaydedilen üst hakkı ile değerli portföy kalemlerine sahip olabilecektir. Yine TurTK kanunda izin verilen gayrimenkuller üzerinde kurulan üst hakkı ile inşa ettiği yapıları GYO kiraya verebilecek ve kira geliri elde edebilecektir.²²⁰

GYO'nun kamuya ait taşınmazlar üzerinde üst hakkı sahibi olmasına ilişkin bir diğer kanun da Orman Kanunudur. Orman Kanun md 17/3 "*Savunma, ulaşım, enerji, haberleşme, su, atık su, petrol, doğalgaz, altyapı ve katı atık bertaraf tesislerinin; sanatoryum, baraj, gölet ve mezarlıkların; Devlete ait sağlık, eğitim ve spor tesislerinin ve bunlarla ilgili her türlü yer ve binanın Devlet ormanları üzerinde bulunması veya yapılmasında kamu yararı ve zaruret olması halinde, gerçek ve tüzel kişilere bedeli mukabilinde Çevre ve Orman Bakanlığınca izin verilebilir. Devletçe yapılan ve/veya işletilenlerden bedel alınmaz. Bu izin süresi kırkdokuz yılı geçemez. Bu alanlarda Devletçe yapılanların dışındaki her türlü bina ve tesisler iznin sona ermesi halinde eksiksiz ve bedelsiz olarak Orman Genel Müdürlüğü'nün tasarrufuna geçer. Söz konusu tesisler Orman Genel Müdürlüğü veya Çevre ve Orman Bakanlığı ihtiyacında kullanılabilir veya kiraya verilmek suretiyle değerlendirilebilir. İzin amaç ve şartlarına uygun olarak faaliyet gösteren hak sahiplerinin izin süreleri; yer, bina ve tesislerin rayiç değeri üzerinden belirlenecek yıllık bedelle doksandokuz yıla kadar uzatılabilir. Bu durumda devir işlemleri uzatma süresi sonunda yapılır. Verilen izinler amaç dışında kullanılamaz.*" şeklindeki düzenlemesiyle GYO'nun üst hakkı sahibi olması açısından olanağa sahip olmuştur.

Üst hakkına yatırım ile ilgili ikinci seçenek GYO'nun üst hakkı yükümlüsü olmasıdır. Yani GYO sahibi olduğu taşınmazda başkası lehine üst hakkı tesis edebilecektir. Tebliğ md 25/f de düzenlenmiştir. Buna göre "*Gayrimenkuller üzerinde intifa hakkı kurabilir ve bu hakkı kullanabilirler, devre mülk irtifakı kurabilirler, sahip oldukları arsalar üzerinde ticari kâr elde etmek maksadıyla üst hakkı yükümlüsü olabilirler*". Tebliğin söz konusu

²²⁰ GÜRZUMAR, a.g.e, s.204 vd., ÜNAL,M, a.g.e, s.15

maddesi uyarınca; üst haklı yükümlüsü olarak GYO'nun amacı, kar elde etmek olmalıdır. GYO başkası lehine üst hakkı tesis ederek, üst hakkı bedeline hak kazanacak ve hakkın değerli bir gayrimenkul üzerinde olması durumunda önemli bir ticari gelir elde edecektir. Bunun yanında üst hakkı ile GYO gayrimenkulünün değerini arttıran bir yapıya da hiçbir bedel ödemediği için sahip olacaktır. GYO'nun inşaat işlerini yürütemeyecek olması da göz önünde bulundurulduğunda üst hakkı tesisi ile elde ettiği yapı daha da önemli bir portföy kalemi olacaktır. Böylece GYO elde ettiği üst hakkı bedeli ile diğer projelerine de finansman sağlamış olacaktır²²¹.

GYO gayrimenkul maliki olarak üst hakkına katlanacak olan taraftır. Üst hakkı süreli olarak bedel karşılığında kurulacak ve bu bir sözleşme ile sağlanacaktır. MK md.829 uyarınca gayrimenkul malikinin kendisinde kalacak yapı için bedel ödenmesi de bu sözleşme ile kararlaştırılabilir²²².

Ancak GYO için sakıncalı olan durum üst hakkının tesisi ile tasarruf yetkisinin oldukça kısıtlanmış olmasıdır. Uzun süreler için kurulan üst hakkı arazi malikinin tasarruf serbestisini bu süre boyunca fiilen ortadan kaldıracaktır. Ancak bu sakıncanın yanında sürenin bitiminde GYO değeri artan bir gayrimenkule sahip olacak ve uzun vadeli yönetim ilkesine uygun bir yatırım yapmış olacaktır.

B-İntifa Hakkı

MK md.794 düzenlenen intifa hakkı, aksine düzenleme olmadıkça hak sahibine, konusu üzerinde tam yararlanma yetkisi sağlar. İntifa hakkı, taşınırlar, taşınmazlar, haklar veya bir malvarlığı üzerinde kurulabilir. İntifa hakkı bir kişisel irtifak olup, devredilemeyen haklardandır. İntifa hakkı taşınmazlarda tapu kütüğüne tescil ile kurulur. Malın semerelerinden tam bir yararlanma hakkı veren intifa hakkı, münhasır bir kişi lehine tesis edilir. Ancak malın mülkiyeti malikte kalacaktır. Bu nedenle intifa hakkı sahibinin mal üzerinde tasarruf yetkisi yoktur. Malın değerini değiştirecek fiili işlemlerde de bulunamayacaktır. İntifa hakkının tesisi ile hakkın devam ettiği sürece, malikin sadece tasarruf yetkisi kalmaktadır. İntifa hakkının devredilemeyen ve mirasçıya

²²¹ BELEN, a.g.e, s.256-258

²²² GÜRZUMAR, a.g.e, s.23

geçemeyen bir hak olması karşısında, hak sahibi hakkını bizzat kullanmaya mecbur değildir. Hakkın kullanımı başkasına devredilebilir.²²³

İntifa hakkının başkasına devri sadece borçlandırıcı işlemle mümkün olmaktadır. Yani intifa hakkının kullanımının devri ile devredilen 3. kişi ile hak sahibi arasında kişisel bir borç ilişkisi meydana gelmektedir. Örneğin üzerinde intifa hakkı bulunan bir binayı intifa hakkı sahibi kiraya verebilir veya ödünç sözleşmelerine konu edebilir. İntifa hakkının kullanılması kendisine bırakılan kişi yeni bir aynı hakka sahip olmayıp, hak sahibinin temsilcisi durumundadır. Malik ile hakkın kullanımın devredildiği kişi arasında kural olarak herhangi bir hukuki ilişki kurulmuş olmaz. Ancak MK md.806/2 ye göre malik, haklarını, devralana karşı doğrudan doğruya ileri sürebilir. Bu açıdan intifa hakkının kullanımının devri alt kira ve alt vekaletle benzerdir.²²⁴

İntifa hakkı sahibi, hak konusu taşınmazın zilyedi olarak, taşınmazı kullanma, ürünlerini ve gelirlerini elde etme, yönetme yetkilerine sahip olacak; buna karşılık taşınmazın bakım ve korunması, işletme masraflarına katılma ve taşınmazı sigorta ettirme yükümlülüğü altındadır. Bunun yanında taşınmazın maliki de taşınmaz üzerindeki tasarruf yetkisini korurken, hak tesis ettiği kişiden güvence isteme ve yönetime katılma yetkilerine sahiptir.²²⁵

GYO'lar tıpkı üst hakkı gibi malik olduğu arazide başkası lehine üst hakkı tanıyabileceği gibi, başkasına ait arazide de üst hakkı sahibi olabilir. Tebliğ md. 25/f de "*Gayrimenkuller üzerinde intifa hakkı kurabilir ve bu hakkı kullanabilirler.....*" şeklinde muğlak bir düzenleme getirmiştir. Maddedeki "*...bu hakkı kullanabilirler..*" ifadesi sanki başkasına ait bir hakkı kullanabileceği şeklinde algılanıyor olsa da başkasına ait arazide GYO'na üst hakkı tanınması şeklinde anlaşılmalıdır. Ancak hakların kullanılması olarak başkasına ait hakkın kullanma hakkının GYO'na devredilmesini de kapsar niteliktedir. İntifa hakkının GYO'na getirisi ise, hakka konu gayrimenkulu uzun süreli alt kira sözleşmesine konu ederek, kazanç elde etmesidir²²⁶.

²²³ OĞUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR, a.g.e, s.627, ÖZEN, Burak, Türk Medeni Hukukunda Eşya Üzerinde İntifa Hakkı, İstanbul 2008, s.25

²²⁴ KÖPRÜLÜ/KANETİ, a.g.e, s.95

²²⁵ OĞUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR, a.g.e, s.639-644

²²⁶ BELEN, a.g.e, s.262

GYO tebliğ esaslarında düzenlenen faaliyetleri uyarınca bir başkasına ait arazide intifa hakkı sahibi olabilecek böylece kazanç sağlayacak bir portföy kalemine ulaşmış olacaktır. GYO kamu malları üzerinde intifa hakkı sahibi olabilecektir.

GYO da intifa hakkı sahibi olduğunda; hakkının devredilmezliği karşısında, kullanma hakkını kira sözleşmesiyle üçüncü kişilere devrederek kazanç elde edebilecektir.²²⁷

Intifa hakkının işletilmesine yönelik olarak, GYO üçüncü kişilerle kazanç paylaşımı sözleşmesi yapabilecektir. Bu durumda sözleşmenin tarafı olan kişi lehine aynı hak sağlanmış olmamakla birlikte, üçüncü kişi bir alacak hakkı elde etmektedir.

Her ne kadar tebliğ md 25/f hakkın kullanılması ile ilgili bir proje geliştirme durumundan bahsetmiyor olsa da intifa hakkı sahibi GYO, haktan karlı proje yatırımlarıyla yararlanabilecektir.

GYO'nun intifa hakkından yararlanarak kazanç elde etmesinin bir başka alternatifi de malik olduğu arazide başkası lehine intifa hakkı tanıyarak intifa hakkı yükümlüsü olmasıdır. Tebliğ düzenlemesine göre GYO tesis ettiği intifa hakkı karşılığında ticari kar elde edecektir. Yani GYO kendisine kazanç sağlayacak her türlü sözleşme ile intifa hakkı tesis edebilecektir.

C-Kat İrtifakı

Bir arsa üzerinde yapılmakta veya ileride yapılacak olan bir veya birden çok yapının ayrı ayrı ve başlı başına kullanmaya elverişli bölümleri üzerinde, yapı tamamlandıktan sonra geçilecek kat mülkiyetine esas olmak üzere, o arsanın maliki veya paydaşları tarafından arsa payına bağlı olarak kurulan irtifak hakkına denir . Kat irtifakı bir arsanın maliki veya paydaşları lehine arsa payına bağlı olarak kurulur. Arsa payı kat irtifakından ayrı olarak devredilemeyeceği gibi miras yoluyla da geçmez ve başka bir hakla kısıtlanamaz. Arsa payı devredildiği zaman ona bağlı kat irtifakı da kendiliğinden devredilmiş olur.²²⁸

Kat irtifakı kat mülkiyeti kanunda düzenlenmiş kat mülkiyetine geçiş hazırlığında güvence sağlayan bir araç kurumdur. Müşterek mülkiyete dayanarak kurulan kat irtifakı

²²⁷ KÖPRÜLÜ/KANETİ, a.g.e, s.113

²²⁸ OĞUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR, a.g.e, s.484 vd.

GYO lehine kurulduğunda, ortaklık kat irtifakına konu arazide müşterek malik olacak ve müşterek mülkiyet payı malvarlığına girmiş olacaktır.²²⁹

GYO malik olduğu arazide proje geliştirdiğinde projedeki bağımsız bölümlerde kat irtifakı tesis edilecekse, mülkiyet hakkı kat irtifakına dönüşecektir. Başka bir deyişle GYO tek başına malik olmaktan çıkıp müşterek mülkiyet hakkına sahip olacaktır. GYO taşınmaz üzerindeki inşaat süresince kat irtifakı tesis edeceği arsa payını tasarruf işlemleriyle başkalarına devredecektir. Kat irtifakından doğan tüm borçlar da GYO için geçerli olacaktır. GYO'nun proje geliştirdiği gayrimenkul üzerinde bağımsız bölümlere ilişkin kat irtifakı sağlaması, hak sahibi açısından koruma teşkil eder.²³⁰

GYO başkasına ait olan arazide geliştirdiği projedeki hakları da kat irtifakı ile güvenceye alabilecektir. Tebliğ md. 29 "*ortaklık lehine sözleşmeden doğan şufa, vefa, iştirak haklarının, gayrimenkul satış vaadi sözleşmelerinin, rehinli alacakların serbest dereceye ilerleme haklarının ve ortaklığın kiracı konumunda olduğu kira sözleşmelerinin tapu siciline şerhi zorunludur.*" şeklinde düzenlemesinden yola çıkarak GYO lehine kurulan kat irtifakına bağlı satış vadinin de tapuya şerhi zorunlu olduğu ortaya konabilecektir.²³¹

D-Devre Mülk Hakkı

Devre mülk hakkı KMK md. 57 uyarınca "*Devre mülk, mesken olarak kullanmaya elverişli bir yapı veya bağımsız bölümün ortak maliklerinden her biri lehine, bu yapı veya bağımsız bölümden yılın belli dönemlerinde yararlanma hakkı olarak kurulan müşterek mülkiyet payına bağlı bir irtifak hakkıdır. Bu tariften de anlaşılacağı üzere, devre mülk hakkı ancak müşterek mülkiyete konu olmuş mesken nitelikli taşınmaz mallar üzerine irtifak hakkı tesisi suretiyle kurulabilir.*" Aksi resmi senette kararlaştırılmadıkça devre mülk hakkının bağlı olduğu pay, devrelerin sayısı ve süreleri esas alınarak eşit bir biçimde belirlenir.

²²⁹ **TEKİNAY**, Sulhi, Kat Mülkiyeti, İstanbul 1991, s.23, **GERMEÇ**, Mahir Ersin, Kat Mülkiyeti Hukuku, İstanbul 2008, s.146

²³⁰ GYO'nun gerçekleştirdiği projeden bağımsız bölüm satın alanlar, kat irtifakını vadeli borçları nedeniyle işlemin yapıldığı tarihte devralmamış olmaları durumunda, irtifaka ilişkin satış vaadi şerhi onlara güvence sağlayacaktır. **BELEN**, a.g.e, s.274

²³¹ Bir arsa üzerinde kat irtifakları ancak sözleşmede her kat irtifakının ilgili bulunduğu bağımsız bölüme tahsisi istenen arsa payı, arsanın kayıtlı olduğu tapu kütüğünün beyanlar hanesinde belirtilmek suretiyle kurulur ve yapının, verilen projeye göre tamamlanmasından sonra kat mülkiyetine konu olarak bağımsız bölümlerin numarası ve bu bölümlere bağlı eklentiler kütüğün beyanlar hanesinde belirtilir. Bir taşınmazda kat irtifakı kurulunca artık bu hakla bağdaşmayan irtifaklar kurulamaz. **TEKİNAY**, a.g.e, s.43

Devre mülk hakkı ancak mesken nitelikli, kat mülkiyetine veya kat irtifakına çevrilmiş yahut müstakil yapılarda kurulabilir. Devre mülk üzerinde bu hakla bağdaşan aynı haklar tesis edilebilir. Devre mülk hakkı bağlı olduğu müşterek mülkiyet payına bağlı olarak devir ve temlik edilebilir ve mirasçılara geçer(KMK md.58). Devre mülk hakkı bağımsız bir hak olup KMK'na göre asgari 15 gün için kurulacak olması sürekli bir hak niteliğini ona vermez. Devre mülk hakkı mesken olarak kullanılmaya elverişli müstakil bir yapı (bir villa, tek daireli bir ev v.s.) veya Kat Mülkiyeti Kanunu uyarınca kat irtifakı tesis edilmiş veya mülkiyeti kat mülkiyetine çevrilmiş mesken nitelikli bağımsız bölümler üzerine tesis edilebilir.²³²

Mesken olarak müstakilen kullanılmaya elverişli yapı birden çok mesken nitelikli bağımsız bölümü ihtiva ediyor veya aynı parsel içinde birden fazla mesken nitelikli bağımsız bölüm mevcutsa, bu meskenlerde devre mülk hakkı tesis edilebilmesi için yapının mülkiyetinin kat mülkiyetine çevrilmesi veya kat irtifakı tesisi zorunludur.²³³

Devre mülk hakkının tesis edilebilmesi için bu hakkın bağlı olduğu mülkiyet payının ve devre sayıları ile süreleri aksi kararlaştırılmamış ise eşit şekilde belirlenerek sözleşmede gösterilmesi gerekir. Mülkiyet payıyla, devrelerin sayı ve süreleri farklı olarak hakkın tesisinin talep edilmesi halinde bu hususun sözleşmede kararlaştırılmış olması zorunludur. Devrelerin sayı ve süreleri mutlaka resmi senette de belirtilmesi gerekmektedir.²³⁴

Hakkın ilk başladığı tarih dikkate alınıp, bir yıl belli zaman dilimlerine bölünerek devre mülk hakkı tesis edilecektir. Bir kişi muayyen bir hisse ile Temmuz ayı devresini yeni malike devrediyorsa, geri kalan 11 ay için ilk malik adına devre mülk tesis edilerek, yılın tamamı sicilde gösterilmelidir. Tek istisnası büyük tamirat için ayrılacak süredir. Bu istisna sözleşmede mutlaka gösterilmeli ve bu devre için irtifak hakkı tesis edilmeyerek yılın zaman olarak dağılımından çıkarılmalıdır.²³⁵

Tebliğ md.25/f hükmünde sayılan sınırlı aynı haklardan bir tanesi de devre mülk hakkıdır. Devre mülk hakkına sahip olan kişi kendilerine ayrılan dönemlerde hakkın sağlandığı meskeni fiilen kullanarak ondan istediği şekilde yararlanabilecektir. Hak sahipleri belirlenen sürelerde hakkı bizzat kullanmak durumunda olmayıp, kullanım

²³² **TEKİNAY**, a.g.e, s. 134, **ÖZMEN**, E. Saba, Kat İrtifakı (Özmen Kat İrtifakı), Ankara 1997, s.113

²³³ **OĞUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR**, a.g.e, s.550

²³⁴ **TEKİNAY**, a.g.e, s.134, **ÖZMEN**, E.Saba, Devre Mülk Hakkı (Özmen Devre Mülk), Ankara 1988, s.26

²³⁵ **GERMEÇ**, a.g.e, s.1395

haklarını başkalarına devrederek semerelerinden yararlanabileceklerdir. Bunlara ek olarak hakkın niteliğiyle bağdaşan aynı haklar tesis edebileceklerdir. Ancak sağlanan hak hiçbir şekilde gayrimenkule zarar vermeyecektir. Hakkı tesis eden kişi de bu yararlanmaya katlanacak, yararlanmaya engel olan davranışlardan kaçınacaklardır. Hak sahibi de kendi kullanım dönemi sonunda gayrimenkulu kendinden sonraki hak sahiplerinin kullanacağı şekilde boşaltıp teslim etmekle yükümlüdür.

GYO da proje geliştirerek elde ettiği yapılarda başkaları lehine devre mülk hakkı tesis ederek, hakkın bedeli oranında gelir elde edecektir.

V-GAYRİMENKULE DAYALI SÖZLEŞMELERLE KAZANÇ ELDE ETMESİ

Her ne kadar GYO daraltılmış faaliyet sahasına sahip olsa da sözleşme özgürlüğü ilkesi uyarınca gayrimenkul zilyetliğine dayanan sözleşmeleri akdedebilecektir. Tebliğde GYO'nun yapabileceği sözleşmeleri sadece kira sözleşmesi gibi görünse de portföy işletmeciliği faaliyeti ile çelişmeyen her türlü sözleşmeyi yapabilecek ve böylece kazanç elde edebilecektir.

A-Kira Sözleşmesi ile Kazanç Elde Etme

1-Kiralayan Olarak GYO

GYO sahibi olduğu taşınmazı kiraya vermek suretiyle gelir elde edeceği zaman, taşınmazını kiralayan tarafla geçerli bir kira sözleşmesi akdedecektir. Bu durumda ortaklık kiralayan durumundadır. Dolayısıyla kiralayan için BK'nda öngörülen tüm haklara ve borçlara sahip olacaktır.²³⁶

GYO'nun sahibi olduğu taşınmaz 6570 sayılı GKHK kapsamındaysa bu kanun hükümlerine, aksi takdirde borçlar kanunu hükümlerine tabi olacaktır.6570 sayılı GKHK kapsamında sayılacak taşınmazlar, kanunun 1. maddesinde sayılmışlardır. Buna göre; *“Belediye teşkilatı olan yerlerle, iskele, liman ve istasyonlardaki gayrimenkullerin (Musakkaf olmayanları hariç) kiralınmalarında kiralayanla kiracı arasındaki hukuki*

²³⁶ YAVUZ, a.g.e, s. 139-165

münasebetlerde bu kanun ile Borçlar Kanununun bu kanuna aykırı olmayan hükümleri tatbik olunur.”

2-Kiracı Olarak GYO

Borçlar Kanuna göre kiracı kiralanan şeyin bedelini ödemekle yükümlü olduğundan, GYO bir taşınmazda kiracı durumunda ise; gelir elde etmek için ancak bu taşınmazı alt kira sözleşmesi ile başkasına kiralamalıdır.²³⁷ Tebliğ md 25/j buna cevaz vermiştir. Buna göre; “*Özel sözleşme hükümleri müsait olmak kaydıyla, kira geliri elde etmek amacıyla üçüncü şahıslardan gayrimenkul kiralayabilirler ve bunları tekrar kiraya verebilirler*”. Yani GYO’nın alt kira sözleşmesi ile kiracı olduğu taşınmazı başkasına kiralayabilmesi için, kira sözleşmesinde bu konuda hüküm olması şarttır. Alt kira BK md. 259’da “*Müstecir, mucire zarar verecek bir tebeddülü mucip olmamak şartıyla, mecuru tamamen yahut kısmen ahara icar yahut icarı bir üçüncü şahsa ferağ edebilir. İkinci müstecir, birinci müstecire müsaade edilenden başka bir tarzda kullandığı takdirde; birinci müstecir, bundan dolayı mucire karşı mesul olur. Mucir, ikinci müsteciri bu hususa riayet ettirmeğe selahiyettardır.*” şeklinde düzenlenmiştir. Yani kiracı, kiralayana zarar verecek şekilde değiştirmeksizin kısmen veya tamamını kiraya verilebileceğini düzenlemiştir. Ancak kiracının izin verdiği dışında bir amaç için kullanıldığı takdirde, ilk kiracı kiralayana karşı sorumlu olur. Ancak 6570 sayılı GKHK md.12 alt kira sözleşmesi yapabilmek için asıl kira sözleşmesinde açık bir hükmün varlığını şart koşturmuştur.

Tebliğ md.29 ise GYO’nın kiracı durumunda olduğu kira sözleşmelerinin tapuya şerhinin zorunlu olduğunu belirtmiştir. Bu hükmün amacı şerhle birlikte eşyaya bağlı bir borç yaratılmak istenmesidir. Şerhin iki sonucu vardır: eşyaya bağlı borç etkisi, munzam etki. “Eşyaya bağlı borç, bir kimseyi bir mala malik olduğu için yükümlülük altına sokan borçlardır”.²³⁸ Eşyaya bağlı borç etkisi kişisel haktan doğan yükümlülüğün taşınmazın mülkiyetine bağlanması ve şerhten sonra taşınmazın her malikinin kendi mülkiyeti döneminde doğacak borçtan sorumlu olmasıdır. Munzam etkisi ise şerhten sonra taşınmazda bir sınırlı aynı hakkın tescili veya bir kişisel hakkın şerhi yoluyla

²³⁷ Kiracı kiralananı kısmen veya tamamen kiralayan aleyhine bir değişikliğe yol açmamak kaydıyla başkasına kiraya verebilmektedir. Alt kirada asıl kira sözleşmesine aykırı hareket edilmesi halinde ilk kiralayan iki ayrı imkana sahip olmaktadır: Birincisi eğer alt kira sözleşmesindeki kiracı, kiralananı asıl kira sözleşmesine aykırı şekilde kullanmaktaysa, kiralayan, alt kira sözleşmesindeki kiracının bu davranışından kendi kiracısını sorumlu tutabilmektedir. İkinci imkanı ise, kiralayan, alt kira sözleşmesinin kiracısına doğrudan başvurup, sözleşmeye uygun hareket etmesini isteyebilecektir. **YAVUZ**, a.g.e, s.163

²³⁸ **OGUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR**, a.g.e, s.16

edinilmiş olan haklardan doğmuş borcun ifasında alacaklıya zarar verenlerin etkisiz kalmasıdır. Yasada şerhin etki süresi bu hak bakımından azami süreyle sınırlanmamıştır. Uygulamada taşınmazın malik tarafından devredilmesi ve sonrasında sözleşmenin uygulanmasında sorunlar yaşanması nedeniyle bu hakkın şerh edilmesi hakkı güvenceli kılacaktır²³⁹. Tüm bunların doğrultusunda GYO'nun kira sözleşmesinde taraf olduğunda şerhin etkisi, sözleşmenin tarafları arasında birbirlerine sürebilecekleri taleplerin, gayrimenkul üzerinde sonradan hak kazananlara karşı da ileri sürülmesidir.²⁴⁰

Tüm bu işlemlerde GYO'nun amacı kazanç elde etmektir. Bu yüzden GYO'nun portföy işletmeciliği dışında, klasik bir anonim ortaklık olarak kira sözleşmesi yapması mümkündür. Kendine ofis kiralayan GYO kazanç elde etmek için portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmuş olmayacaktır ve bu sözleşme tebliğ hükümlerine tabi olmayacaktır.

B-Finansal Kiralama (Leasing) Sözleşmesi ile Kazanç Elde Etme

Finansal kiralama (leasing) sözleşmeleri; kiralayanın, kiracının talebi ve seçimi üzerine üçüncü kişiden satın aldığı veya başka suretle temin ettiği bir malın zilyetliğini, her türlü faydayı sağlamak üzere ve belli bir süre feshedilmemek şartı ile kira bedeli karşılığında, kiracıya öngören bir sözleşmedir. (FKK md.4) Finansal kiralama sözleşmesinin konusu taşınır ve taşınmaz mallar olabilir. Finansal kiralama sözleşmesi kural olarak üçlü ilişkiyi ve iki sözleşmeyi öngörmektedir. Kiralayan, kiracı ve malın satıcısı ile iki ayrı sözleşme yapmaktadır.²⁴¹ Finansal kiralama şirketi bir kredi kuruluşu olduğundan, söz konusu malı üçüncü kişilerden devralması zorunlu bulunmaktadır. Kiralayan malı üçüncü kişiden satın almakta veya başka surette temin etmektedir. FKK'na göre, kiralayanın malın maliki olması zorunlu olduğundan; kiralayana mülkiyet hakkı sağlayan sözleşme, satış dışında bağış veya istisna akdi olacaktır²⁴².

²³⁹ **OGUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR** a.g.e, s.20, **SİRMEN**, Lale, Eşya Hukuku Ders Notları, Ankara, 2006 s.146, **EREL**, Şafak, Eşyaya Bağlı Borç, Ankara, 1982 s.5

²⁴⁰ Buna tescilin olumlu etkisi de denmektedir. **OGUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR** a.g.e, s. 191

²⁴¹ **ALTOP**, Atilla, Finansal Kiralamanın Dünya ve Ülkemizdeki Gelişimi ve Ülkemizde Finansal Kiralama Sözleşmelerine İlişkin Olarak Finansal Kiralama Kanunundan ve Uygulamadan Kaynaklanan Sorunlar, Prof Dr. Selahattin Sulhi Tekinay'ın Hatırasına Armağan, İstanbul 1999, s.724 vd.

²⁴² **REİSOĞLU**, Seza, Finansal Kiralama, http://www.alomaliye.com/seza_reisoglu_finansal_kiralama.htm , 23.03.2008, **KOCAĞA**, Köksal, Türk Özel Hukukunda Finansal Kiralama (Leasing) Sözleşmesi, Ankara 1999,s.11 vd

GYO bir finansal kiralama sözleşmesinde kiralayan taraf olamayacaktır. Çünkü FKK gereği sözleşmenin kiralayan tarafı bir finansal kiralama şirketi olmalıdır ve GYO'na ilişkin esaslar tebliğ buna engeldir. Zira GYO bir portföy yönetim şirkettir ve finansal kiralama sözleşmelerinde finansal kiralama şirketi olması düşünülemeyecektir. Dolayısıyla GYO finansal kiralama sözleşmelerinde kiracı durumunda olabilecektir.

GYO portföy işletmeciliği faaliyeti ile bağdaşan finansal kiralama sözleşmeleri yapabilecektir. Finansal kiralama sözleşmesinin konusunu gayrimenkuller oluşturabileceğinden GYO'nun faaliyet gösterip kazanç elde edebileceği sözleşmelerdendir.

GYO finansal kiralama şirketinden kiraladığı şeyi zilyetliğinde bulundurmak zorunda olup, emredici hükümler uyarınca alt kira sözleşmelerine konu edemeyecektir. Yani finansal kiralama yoluyla kiraladığı şeyden kira geliri elde edemeyecektir.²⁴³ GYO taşınmazı ancak proje geliştirmeye özgüleyebilecek, yatırım malı olarak kullanabilecektir.

Bu durumda GYO geliştirdiği projeyi gerçekleştirmek istediğinde inşaat şirketi ile sözleşme yapabilmesi için, finansal kiralama şirketiyle yaptığı sözleşmede projenin tamamlanması durumunda, taşınmazın mülkiyetinin GYO'na bırakılacağı konusunda hüküm olması gerekmektedir. FKK md. 9 uyarınca taraflar sözleşmede, sözleşme süresi sonunda kiracının, malın mülkiyetini satın alma hakkını haiz olacağını kararlaştırabilirler. Bu hak sonradan da tarafların anlaşması halinde kiracıya tanınabilir. Madde gerekçesinde "*Esasında finansal kiralama münasebetinde finansal kiralama şirketinin mala karşı ilgisi, bunu sağlarken ödediği bedelin kendisine geri ödenmesini temin etmekten öteye geçmez. Buna karşılık, işletmenin sabit kıymet ihtiyacını bu yolla sağlayan kiracının malı muhafazadaki menfaati çok fazladır. ... Tarafların bu satın alma bedelini sözleşmede göstermek durumunda oldukları kuşkusuzdur*" denilmektedir. Bu durumda proje tamamlandığında GYO taşınmazı satabilecek veya kiraya verebilecektir. Dolayısıyla portföyüne kazançlı bir varlık kazandırmış olacaktır.

²⁴³ Ancak zaman zaman, özellikle ekonomik kriz nedeniyle ödeme güçlüğüne düşen kiracılar, bir üçüncü kişi veya yükümlülüklerini finansal kiralama sözleşmesinden doğan hak ve yükümlülüklerini finansal kiralama şirketinin izin ve onayı ile devretmektedirler. Finansal kiralama sözleşmesinden doğan hak ve yükümlülüklerin devri iki yolla mümkündür.; birincisi mevcut finansal kiralama sözleşmesinin feshi ve sözleşmeye kiracı olarak taraf olanın önereceği bir 3. şahıs veya kurumla yeni bir finansal kiralama sözleşmesi düzenlenmesi şeklinde olacaktır. İkinci yol ise, mevcut sözleşme feshedilmeden bu sözleşmede yer alan tüm hak ve yükümlülüklerin bir üçüncü şahsa devridir. Yani kiralama konusu mal üzerindeki zilyetliğin devridir. **KOÇ**, Mehmet, Finansal Kiralama, İstanbul 2004, s.86

Burada tartışılması gereken bir husus da finansal kiralama olarak nitelendirileceği tartışmalı olan sat-geri kirala durumudur. "Sat-geri kirala"da, bir malın maliki, finansman sağlamak için maliki olduğu malı finansal kiralama kuruluşuna satmakta ve aynı zamanda bir finansal kiralama sözleşmesi yaparak zilyetliğini devam ettirmektedir. Bu işlemlerin finansman sağlamaya yönelik olduğuna şüphe yoktur. Buna karşılık burada kiralayan, malı bir üçüncü şahıstan değil, kiracıdan satın alarak malik olmaktadır. Burada FKK md.4 te belirtilen "veya başka bir surette temin etme" ibaresinin yorumu önem kazanmaktadır. "Başka bir suretle temin" ile mutlaka kiralayanın malı yüne üçüncü kişiden alması gerektiği, ancak bu ibarenin malın satış dışında başka bir suretle temin -istisna, bağışlama- edilmesine imkân sağladığı şeklinde yorumlanması halinde, 4. maddedeki koşulun gerçekleşmeyeceği kuşkusuzdur. Buna karşılık, "veya başka bir surette temin" üçüncü kişi dışında da temin şeklinde yorumlanırsa "sat-geri kirala" geçerli sayılacaktır. Her iki yorum da mümkün olduğundan, yasa koyucunun malın mutlaka üçüncü bir kişiden alınmasını amaçlayıp amaçlamadığı üzerinde durmak gerekecektir. Bu konuda 4. maddenin gerekçesinde bir açıklama yoktur. Ancak sat-geri kirala'nın geçerli olduğu görüşüne önemli bir destek FKK'nın 27. maddesinde yer alan MK 766/690. maddesinin uygulanmayacağı şeklindeki düzenlemedir. MK 766. maddesinde *Bir taşınır mülkiyetini nakleden kimse özel bir hukuki ilişkiye dayanarak o şeyin zilyetliğini korursa, mülkiyet teslimsiz geçmiş olur* denilmektedir.

Sat geri-kirala'da da; malik malı kiralayana satarak mülkiyeti nakletmekte, ancak özel bir sebebe yani finansal kiralama sözleşmesine dayanarak zilyet olmakta devam etmekte, kiralayan teslim olmaksızın hükmen malik sıfatını kazanmaktadır.²⁴⁴ Ancak Yargıtay sat-geri kiralananın finansal kiralama kapsamında olmadığı görüşündedir. Yüksek Mahkeme, sat-geri kirala şeklindeki bir finansal kiralama durumunun, iyi niyetli üçüncü kişiler tarafından bilinemeyeceğini; örneğin uzun süredir malın maliki olan kişinin sat-geri kirala yapmak suretiyle "haczedilemezlik" zırhına bürüneceğini, bundan iyi niyetli kişilerin zarar göreceğini düşünmüş olabilir. Ancak yasa koyucunun MK

²⁴⁴ **TEKİNALP**, Ünal, "Sat ve Geriye Finansal Kirala" Sözleşmesi ve HGK'nun Bir Kararı, Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu, Ankara 1997, s.171-190, **KOÇ**, a.g.e, s.13, Burada leasingin finansman sağlamaya yönelik işlevi öne çıkmaktadır. İşletmeci nakit kredi sağlamakta sıkıntı yaşadığı nakit ya da kredi limitlerini tüketmek istemediği bir dönemde, sahip olduğu durağan malvarlığı (bina,yatırım veya üretim malları, büro ekipmanları,taşıt araçları,uçak,gemi vb.) leasing şirketlerine (leasing veren) satarak aynı anda ondan geriye kiralar. Böylece hem malvarlığından yararlanma hakkını leasing yoluyla elde bulundurur, hem de satıştan elde ettiği finansmanı leasing şirketine kira bedeli olarak geriye taksitler halinde ödeyeceğinden işletme sermayesi sağlanmış olur. "Bunun dışında klasik leasing ile lease back işlemleri birbirinin aynı hukuki yapı ve niteliğe sahip işlemlerdir." **ÇOBAN**, Ahmet, SALE and Lease Back Finansal Kiralama Kanunu'nun Üvey Çocuğu (mu)?, <http://cobanhukuk.com/makale/sale.htm>, 13.04.2008

md.766'nın uygulanmayacağını kabul ederek bu tür bir endişe taşımadığı görülmektedir²⁴⁵.

Bu durumda GYO malik olduğu taşınmazı bir finansal kiralama şirketine satıp sonra geri kiralarak, taşınmazlara bağladığı miktarları diğer yatırımlarına kanalize edebilecektir. Böylece projeleri için gereken finansmanı da sağlamış olacaktır. Projenin tamamlanması ile finansal kiralama şirketinin GYO'na geri alım hakkı tanınmasıyla GYO değerli gayrimenkulüne tekrar malik olabilecektir. Geri alım hakkı tapu siciline şerh edileceğinden, GYO için güvence sağlanmış olacaktır.

Finansal kiralama sözleşmesinin süresi serbestçe belirlenebilecektir ancak GYO projesini tamamlama sürecini de göz önünde bulundurduğumuzda süre konusunda bir sınırlamanın olmaması da GYO için bir artı olacaktır.

C-İsimsiz Sözleşmelerle Kazanç Elde Etme

GYO faaliyetlerinde sözleşme serbestisi içinde faaliyet gösterebileceğinden bu ilke gereğince sözleşmenin tarafları hukuk düzeninin izin verdiği sınırlar içinde diledikleri tip ve içerikte sözleşme yapmakta serbesttirler. Bunun sonucu olarak BK'nun özel kısmında ve diğer yasalarda düzenlenmiş isimli veya tipik olarak nitelendirilen sözleşmelerden farklı sözleşmelerin, tarafların isteği ile kurulabilmesi mümkündür. Bu sözleşmeler tüm yönleriyle tamamen yeni bir sözleşme niteliğinde olabilir ve yasada düzenlenmiş sözleşmelere ilişkin unsurları da taşımayabilir. Bu şekilde kurulan sözleşmelere atipik, karma veya isimsiz sözleşmeler denilebilir.²⁴⁶

İsimsiz sözleşmelerin ülkemiz uygulamasında en yaygın örneklerinden biri arsa payı inşaat sözleşmeleridir.²⁴⁷ GYO'nun faaliyet konusunu yakından ilgilendiren bu sözleşmelerin bir tarafında müteahhit diğer tarafında ise arsa maliki yer almaktadır. Müteahhit arsa malikinin arsası üzerinde veya arsadaki belli payların mülkiyetine karşılık bağımsız bölümler inşa etmek suretiyle bütünlük arzeden bina yapmak borcu altına girer. Bu sözleşmede taşınmaz satımı ile istisna akdinin tipik unsurları iç içe

²⁴⁵ HGK, 27.05.1995 T, 95/12787E., 95/1157K., Corpus İçtihat Programı,

²⁴⁶ YAVUZ, a.g.e, s.4-5, REİSOĞLU, a.g.e, s.101

²⁴⁷ YAVUZ, a.g.e, s.11

girmekte ancak bağımsız olarak muhafaza edilmemektedir.²⁴⁸ Buna göre GYO malik olduğu arazide veya geliştirdiği projeyi hayata geçirecek inşaat şirketlerinin üstlenmesi için yapılan sözleşmeler bu kapsamdadır. GYO arsa payı inşaat sözleşmeleriyle projeye yatırım yapabilmektedir.²⁴⁹

VI-GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ SERMAYE PİYASASI ARAÇLARINA YATIRIM YAPMASI

Sermaye piyasası orta ve uzun vadeli fonların arz ve talebinin karşı karşıya geldiği piyasaya sermaye piyasası denir. Sermaye piyasasında fonlar genellikle tahvil, hisse senedi gibi uzun veya sonsuz vadeli finansal varlıklar karşılığında el değiştirir. İşletmeler sermaye piyasasına uzun vadeli yatırım projelerini finanse etmek, sermayelerini arttırmak üzere başvururlar. Vadenin uzun olması nedeniyle sermaye piyasasında risk ve buna bağlı olarak da faiz oranları diğer piyasalara göre daha yüksektir.²⁵⁰

Sermaye piyasası araçları, sermaye piyasası hukukunun konusunu teşkil eden araçlardır. Bunların neler olduğu sermaye piyasası mevzuatınca belirlenmiştir. Sermaye piyasası araçlarını ABD Hukukunda sadece menkul kıymetler oluştururken²⁵¹ Türk Hukukunda menkul kıymetlere ek olarak Kurul'un tespit ve ihdas ettiği diğer araçları da ihtiva etmektedir.²⁵²

Gelişim içinde olan Türk Sermaye Piyasası hukuk sistemi içinde henüz kavramlar ve kurumlar oturmamıştır. Piyasanın ihtiyaçlarına göre, Kurul zaman zaman yeni kurum ve kavramlar yaratmakta daha sonra bunları kanunlaştırmaktadır. SPK'ya göre sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarından oluşmaktadır.

Menkul kıymetin sözlük anlamı “kar gayesinde olan bir işletmenin geliri, kazançları, aktiflerinden birisi üzerinde halihazırdaki veya gelecekteki bir iştiraki gösteren, mevcut

²⁴⁸ **ERMAN**, Hasan, Arsa Payı Karşılığı İnşaat Sözleşmeleri, İstanbul 2007, s.28

²⁴⁹ **AKYOL**, Şener, Know-How-Management-Joint Venture ve Büyük Çaplı İnşaat Sözleşmeleri, İstanbul 1997, s.95

²⁵⁰ **BOLAK**, a.g.e, s. 8-9, **YASİN**, a.g.e, s.34, **AKBULAK**, a.g.e, s. 1

²⁵¹ **JENINGS/MARSH**, Securities Legislation, Cases and Materials, New York 1983, s.13

²⁵² **ÜNAL**, Sermaye Piyasası, s.36

bir hakkı doğuran bir vasıta veya evrakı” ifade etmektedir. Yasal bir tanım olmasa da menkul kıymet kavramının dayanağını teşkil eder.²⁵³

Menkul kıymetler, kişi ve kurumların malvarlığı değerlerinin tedavülünü gerçekleştirerek, ekonomik hayatın devamlılığını sağlamaktadır. Bu temel işlemin özü malvarlığı değerlerine tedavül yeteneği kazandırmaktır.²⁵⁴

SPK md.3/b menkul kıymetlerin tanımını yapmıştır. Buna göre menkul kıymet ; *“Ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evraktır.”* Tanımdan da anlaşılacağı üzere menkul kıymetler; seri halinde çıkarılması gereken, düşük ve belirli meblağları içeren kıymetli evrak niteliğine sahip evraktır. Menkul kıymet sahibine yasada sayılan unsurları gereği sahibine ortaklık ve alacak hakkı sağlamaktadır.

Diğer sermaye piyasası araçları ise, menkul kıymetler dışında kalan ve şartları kurulca belirlenen evraktır. Evrakın hangi gruba gireceğine de Kurul karar verecektir.

Bu genel bilgi sonrası GYO'nun sermaye piyasası araçlarına yatırım faaliyetinin esaslarını belirtmek gerekirse, tebliğ md. 25/a ve 27/b de sermaye piyasası araçlarına yatırımın ve yatırımın sınırları belirlenmiştir. Madde 25/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 açtırabilirler”*

Uzman portföy yönetim şirketi olan GYO, yönetim kurulu üyeleri vasıtasıyla gayrimenkule dayalı menkul kıymetlerin getirisini değerlendirerek söz konusu değerlere yapacağı yatırımlarla gayrimenkul sektörünü desteklerken, diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım ile de sermaye piyasasının gelişimine katkıda bulunacaktır.

Tebliğ düzenlemesi GYO'nun sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabileceğini belirterek ne tür araçlara yatırım yapacağından bahsetmemiştir. Kanımızca bunun sebebi sermaye piyasasının ülkemizde derinleşmemesinin bir sonucu olarak, piyasa

²⁵³ ÜNAL, Sermaye Piyasası, s.35

²⁵⁴ BOLAK, a.g.e, s.123, AKBULAK, a.g.e, s.20, YASAMAN, a.g.e , s.22

gereksinimini karşılamak amacıyla Kurul'un sürekli yeni türde menkul kıymetler oluşturma olasılığıdır.²⁵⁵

GYO'nun menkul kıymetlere yatırım yapmasının ve bunu ortaklık özelliği gereği özellikle gayrimenkule ilişkilendirmesi yani gayrimenkulun temel değer olması yatırımcının güven unsurudur. Gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım GYO'nun ortaklık niteliği açısından önemli bir yere sahip olmakla beraber, hem gayrimenkul değerinin tedavülünü sağlamakta hem de menkul kıymetleri elinde bulduran yatırımcılara gayrimenkulun değer artışından faydalanma hakkı sağlamaktadır. Bunun yanında bazı türler gayrimenkule sahip olma seçeneği vermektedir.²⁵⁶

Ancak Tebliğ GYO'na sermaye piyasası araçlarına yatırım konusunda birtakım sınırlamalar getirmiştir. Bu sınırlamayı portföy değerini esas alarak yapmıştır. Tebliğ md27/b'nin ilk cümlesiyle getirilen sınırlama uyarınca GYO *"25 inci maddenin (a) bendinde yazılı varlıklar ile 32/A maddesinde belirtilen iştiraklerin tamamına en fazla portföy değerlerinin % 50'si oranında, bu varlıklar içerisinde yer alan yatırım amaçlı Türk Lirası veya yabancı para cinsinden vadesiz ve vadeli mevduata ise en fazla portföy değerlerinin % 10'u oranında yatırım yapabilirler."* Portföyü çeşitlendirme ve riskin dağıtılması ilkesi gereğince getirilen bu düzenleme GYO'nun uzman bir portföy yönetim şirketi olmasının sonucu olarak sermaye piyasası araçlarına yatırımda tebliğ değişikliği ile arttırılarak getirilen %50'lik portföy değeri oranı yerindedir. Zira GYO özellikle gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarının, bu alandaki faaliyet uzmanlığı gereği getirisini öngörebileceğinden, GYO'na kazanç sağlaması açısından bu oran yeterlidir. Zira GYO yatırımlarına sermaye piyasası araçlarına yatırım yaparak finansman sağlayabilecektir.

Tebliğ değişiklik öncesi sermaye piyasası araçlarına yatırımı düzenleyen maddelerinde GYO'nun hangi türdeki sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabileceğini belirtmişken, değişiklik sonrası sadece "sermaye piyasası araçlarını alabilir, satabilir..." şeklinde düzenleyerek GYO için önemli olan yatırım alternatiflerinden olan sermaye piyasası araçlarındaki kısıtlamayı kaldırmıştır. Yeni düzenlemesiyle GYO tebliğ ile getirilen yatırım ilkeleri ve kısıtlamaları uyarınca her türlü

²⁵⁵ **YASİN**, a.g.e, s.132

²⁵⁶ **BELEN**, a.g.e, s.297

sermaye aracına yatırım yaparak finansman eksikliğini kapatabilecektir.²⁵⁷ Ancak biz yine de GYO faaliyetleri açısından özellik arzeden sermaye piyasası araçlarından gayrimenkul sertifikası ve varlığa dayalı menkul kıymetleri genişçe irdelemenin faydalı olduğunu düşünüyoruz.

A-Gayrimenkule Dayalı Sermaye Piyasası Araçları

1-Gayrimenkul Sertifikası

Gayrimenkul sertifikası hem küçük tasarruf sahiplerinin büyük inşaat projelerine elverişli gayrimenkullerin değerlendirilmesine katılmak suretiyle fondan yararlanmalarını, hem de gayrimenkul değerinin sirkülasyonunu sağlar.²⁵⁸

Küçük tasarruf sahiplerinin sahip olduğu gayrimenkul sertifikaları karşılığı ödedikleri bedeller yüksek değerli inşaatların finansmanını sağlarken, sertifikalara sahip olanlar da sertifikalarının karşılığı oranında bağımsız bölümlere sahip olma imkanına veyahut da gayrimenkulun işletilmesinden elde edilen kazançta ortak olma hakkına sahip olurlar. Böylece büyük sermayeler toplanıp inşaat şirketi gelişirken, ülke gelişmesi ve istihdam sağlanmış olur.²⁵⁹

Bu şekilde finansman sağlanabilmesi için küçük tasarruf sahiplerinin güvence altına alınması, başka bir deyişle tasarruf sahibinin bu yatırım seçeneğini benimsemesi ve sertifikayı ihraç eden şirketin taahhüt ettiği kazancın teminat altına alınması temel ilke olmalıdır. ABD bu güvenceyi uygulamalarında genellikle “trustee” denilen kurumla sağlar. “Trustee” Türk Hukuk sistemine yabancı olup, Anglo-Amerikan hukuk sistemine özgü bir kurumdur. “Trustee” kredi veren kurumun alacaklarının saklandığı ve yatırımcılara taahhüt edilen yararın korunmasından sorumlu olan bir kuruluştur. “Trustee” menkul kıymetleştirmede finansal kuruluşun malvarlığındaki alacak haklarını

²⁵⁷ GYO'na ilişkin esaslar tebliği sermaye piyasası araçlarının alınıp-satılması hususundaki değişiklikten önce MK'da yer alan ve her zaman ihracı mümkün olan ipotekli borç senedi, irat senedi, gayrimenkul karşılık gösterilerek çıkarılacak senetleri ihmal etmiştir. Bu araçların da GYO tarafından ihracı mümkün olması gereklidir. Aynı yönde görüş için bkz. **GÜMÜŞ**, Alper, Türk Medeni Kanunu'nun Düzenlendiği Gayrimenkule Bağlı Sermaye Piyasası Araçları Olarak İpotekli Borç Senedi, İrat Senedi ve Uygula(yama) Sorunları, Kocaeli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Vecdi Aral'a Armağan, İstanbul 2001, s.38, **GÜNVER**, Osman Remzi, Sermaye Piyasası Aracı Olarak İpotekli Borç Senedi ve İrat Senedi, Ankara 1994 s.49

²⁵⁸ **ÜNAL**, Sermaye Piyasası, s.207 vd., **BOYRAZ**, Cemal, Türkiye'de Konut Finansman Sistemi Olarak Gayrimenkullerin Menkul Kıymetleştirilmesi, İstanbul 1996,s.48

²⁵⁹ **ÖĞÜZMAN**, Kemal, Özel Sektörde Gayrimenkul Sertifikası Kurulması, Reha Poroy'a Armağan, İstanbul 1996,s.300, **ERTEN**, Ali, Gayrimenkul Sertifikaları, 15. Yıl Sempozyumu, Ankara 1998, s.219, **ERTEN**, Ali, GYO, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, İktisadi Araştırmalar Vakfı Sempozyum Notları, İstanbul 1999, s. 37-69

devralarak, bu alacak haklarına bağlanan menkul kıymetleri ihraç ederek yatırımcılara satmak şeklinde bir rol oynar. Ancak “trustee” kurumunun ihdas edilmesiyle ona yüklenen en önemli görev; yatırımcılar adına alacakların tahsili ve paylaşılması ile yatırımcıların korunması ve bilgilendirilmesidir.²⁶⁰ Kanımca Türk Hukuk sisteminde “trustee” kurumunun yer almaması yatırımcılar açısından büyük bir eksiklik olup, buna bağlı olarak yatırımcıya yeterli teminatların sağlanamaması ülkemizde sermaye piyasası araçlarına yatırımın ve kurumun yatırımcı tarafından gelişmemesinin sebeplerinden biridir.

Gayrimenkul değerinin sirkülasyonunun sağlanması amacıyla MK md.903 te düzenlenen “irat senedi” kurumu “*İrat senedi, bir taşınmaz üzerinde taşınmaz yükü şeklinde kurulmuş bir alacak hakkı meydana getirir. İrat senedinin güvencesini ancak tarım arazisi, konutlar ve üzerinde bina yapılabilecek arsalar oluşturabilir....*” şeklinde düzenlenmiş ancak kurum gayrimenkul sertifikası ile hedeflenen gerçekleştirilmeye açısından yeterli olmamıştır. Çünkü irat senedi için yatırılan para ve faizi güvence altına alınmış olsa da gayrimenkulün değerinden ve değerinin artışından yararlanma söz konusu olmadığından uygulaması yaygınlaşmamıştır. Alacak miktarı ve faizi senedin tesisi anında belirlendiğinden, üzerinde kurulduğu taşınmazın değerinden bile düşük olmakta ve yüksek enflasyon durumunda tasarruf sahiplerinin zarara uğramasına sebep olabilmektedir.²⁶¹

GYO büyük bir inşaat yapımına müsait bir araziye sahip olduğunda, geliştirdiği projeyi gerçekleştirmek için yeterli finansmana sahip olmayabilir. Bu ihtiyacını karşılamak amacıyla gayrimenkul sertifikası satarak elde ettiği gelire inşaatın yapımı için finansman sağlayabilir. GYO'nun gayrimenkul sertifikası ihraç etmesi ile sertifika satın alan tasarruf sahipleri de, inşaat tamamlandığında, bağımsız bölümü karşılayan sertifikalarının karşılığında bağımsız bölümün mülkiyetini devredilmesini, GYO'dan talep edebilecektir.²⁶²

GYO'nun arazinin maliki olmadığı durumda ise, arazi maliki arazisini bu sisteme tahsis ettiğinde sertifikaların satımı ile kendisine arazisi karşılığı ödenecek olan meblağ

²⁶⁰ LUPICA, R. Lois, Asset Securitization, The Unsecured Creditor's Perspective, Texas Law, Review, USA 2002, s.72, JENINGS/MARSH, Securities Legislation, Cases and Materials, New York 1983, s.97, BOOTH, a.g.e, s.122

²⁶¹ OĞUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR, a.g.e, s.752, ERTAŞ, a.g.e, s.536,

²⁶² OĞUZMAN, Gayrimenkul Sertifikası, s.302

arazi değerinin çok üzerinde olacaktır. Bu sorunun çözümü için arazinin maliki arazisini GYO'na inançlı mülkiyet esasına dayanarak devretmelidir.²⁶³

a-Gayrimenkul Sertifikası İhracını Bizzat Yapması

GYO'nun ihraççı olmasının açıklanmasından önce ihraççı kavramının kanuni tanımını ortaya koymak gerekmektedir. Gayrimenkul Sertifikalarına İlişkin Esaslar Tebliğinin "Tanım ve Kısaltmalar" başlıklı 2. maddesinde; "*Belirli bir gayrimenkul projesini gerçekleştirmeyi üstlenen ve gayrimenkul sertifikasının içerdiği edimleri yerine getirmekle yükümlü olan anonim ortaklığı*" ifade eder.

Gayrimenkul sertifikası ihraççısı olabilecek anonim ortaklık bir takım niteliklere sahip olmalıdır. Sahip olunması gereken nitelikler aynı tebliğin 4. maddesinde belirtilmiştir. Buna göre;

" Gayrimenkul sertifikası ihraç etmek isteyen ortaklıkların;

a) Gayrimenkul sertifikası ihracına konu olacak projeye eşdeğer büyüklükteki en az bir projeyi, sözleşmesi ve teknik şartnamelerine uygun olarak Kurula başvuru tarihinden önceki 5 yıl içerisinde tamamlamış olması,

b) Üstlendiği gayrimenkul projesini gerçekleştirebilecek mesleki ve teknik donanımına sahip olduğunu belgelendirmesi,
şarttır."

GYO'nun ihraççı olup olamayacağı, Tebliğ md 25/a da düzenlenen sermaye piyasası araçlarını alıp satabileceğini düzenleyen maddeden anlaşılmamaktadır. GYO'nun varlık nedeni ve gayrimenkul ağırlıklı portföy yönetim şirketi olması niteliği de göz önünde bulundurulduğunda kanımızca gayrimenkul sertifikası ihraççısı olabilecektir. Zira GYO'nun proje geliştirme faaliyetlerinin ortaklık açısından önemi düşünüldüğünde

²⁶³ **ERTEN**, Gayrimenkul Sertifikası, s.220, İnançlı işlemler, bir kişinin menfaatinin başkası tarafından korunması veya güvence sağlamak amacıyla, ona malvarlığı kapsamındaki bazı haklarını gerçekten devrettiği, ancak haklan edinenin bunlardan doğan bazı yetkileri hiç kullanamaması, bazılarının da önceden hak ve halen menfaat sahibi olan kişinin göstereceği biçimde kullanmak konusunda tarafların anlaştığı işlemlerdir. İnançlı işlemler, inanılana aynı amacı güden olağan hukukî işlemlerden daha güçlü bir hukukî durum yaratırlar. İnançlı işlem ile inanan, inanılana bir hakkı, belli bir biçim ve amaçla kullanmak ve sonra da bu amaç gerçekleşince geri vermek üzere devreder. İnançlı işlemlerin başlıca unsurunu güven kavramı oluşturur. Hukuk düzenleri, her zaman, tarafların ekonomik menfaatlerine en uygun hukukî araçları sağlayamaz. Özellikle aynı hakların sınırlı sayı ilkesi bağlı olmaları, ilgililerin her zaman amaçlarına uygun bir hukukî işlem tipi bulmalarını engeller. Bu nedenle, bazı durumlarda taraflar, belli bir amaca ulaşmak için, kanun tarafından tanınmamış hukukî araçlara başvururlar. Böylece bir taraf (inanan) diğer tarafa (inanılana) güvencenerek, ona amaçları ekonomik sonucu aşan hukukî sonuçlar doğuran bir tasarruf biçimine yönelir. **ÖZTÜRK**,Gülay, İnançlı İşlemler, İstanbul 1998, s.36

de gayrimenkul sertifikası ihraç etmesi için tebliğin öngördüğü gerekli nitelikleri sağlayabileceği kuşkusuzdur.²⁶⁴

Ayrıca GYO proje geliştirmenin ardından bu projeyi gerçekleştirmek amacıyla bir inşaat şirketi ile sözleşme yapması zorunludur. Zira inşaat hizmetleri GYO'nun yapamayacağı işlerden sayılmıştır (Tebliğ md.24/c). Ancak inşaat hizmetlerini üstlenmesinin yasaklanmış olması projeyi GYO'nun gerçekleştirmedeği anlamına gelmez. Projeyi gerçekleştiren GYO gayrimenkul sertifikası ihracı ile yatırımını güçlendirecektir. Sertifikaya yatırım yapan yatırımcının güvenin sağlanması da ancak başarılı bir projenin gerçekleşmesiyle mümkün olmaktadır.²⁶⁵

GYO gayrimenkul sertifikası ihracı için aranan şartlara uygun projeyi geliştirmesinin ardından, portföyünde yer alan bir gayrimenkule ilgili gayrimenkul sertifikası ihraç edebilecektir. Yani GYO faaliyet ilkelerine, Tebliğ md. 25/e ile belirlenen niteliklere ve gayrimenkul sertifikalarına ilişkin esaslar tebliği ile belirlenen şartlara uygun projeyi gayrimenkul sertifikasına konu ederek projenin gerçekleşmesi için finansman sağlayabilecektir.²⁶⁶

GYO'nun proje geliştirmek için adi ortaklık kurması durumunda, ortaklık kurduğu şirketin ihraççı olması halinde GYO'nun da ihraççı olup olamayacağı tartışmalıdır. Tebliğ md.37 "*Ortaklıklar münhasıran bir projeyi gerçekleştirmek maksadıyla, gerçekleştireceği projenin inşaat işlerinin yürütülebilmesini sağlamak üzere bir veya birkaç ortakla adi ortaklık oluşturabilir .Ortaklığın bu amaçla adi ortaklığa katılımı iştirak kapsamında değerlendirilmez.*" şeklindeki düzenlemesiyle adi ortaklık kurulmasına imkan vermiştir. Dolayısıyla sertifikalara ilişkin esaslar tebliğin aradığı koşulları taşıyan bir anonim ortaklıkla adi ortaklık kuran GYO, gayrimenkul portföy yönetiminde uzman kadroları ve sermaye piyasası mevzuatına bağlı faaliyetleri ile sertifika ihraççısı

²⁶⁴ BELEN, a.g.e, s.301, GÖKÇE, a.g.e, 43,

²⁶⁵ ERTEEN, GYO,s.54

²⁶⁶ Gayrimenkul sertifikasında asli edim belli bir süre sonunda gayrimenkulün mülkiyetinin sertifika sahibine geçirilmesidir. Bu edimi ve belirlenmiş cezai şartları bir bankanın garanti etmesi gerekmektedir. Sertifikalardan doğan tali edim ise, süre sonunda talep edilmeyen asli edim yerine ana para ve faizi içeren bir bedelin ödenmesi veya gayrimenkulün sertifika sahiplerince talep edilmeyen asli edim yerine ana para ve faizi içeren bir bedelin ödenmesi veya gayrimenkulün sertifika sahiplerince talep edilmeyen bölümünün banka tarafından açık arttırma ile satılarak sertifika sahiplerine ödenmesidir. Dolayısıyla yatırımcı isterse yeterli sayıda sertifikayı ibraz ederek gayrimenkulün mülkiyetinin devrini talep eder, isterse sertifikasını paraya çevirerek tahvil benzeri bir şekilde ana parasını ve faizini alır. GYO inşaat hizmetleri vermesi yasak bir portföy yönetim şirkettir. Gayrimenkul sertifikası tek bir proje için çıkartılırken, GYO çeşitlenmiş yatırımları olan bir şirkettir.GYO sadece projelerin mülkiyetine sahiptir.Bu açıdan gayrimenkul sertifikası edimlerini yerine getiremeyecektir. ERTEEN, GYO, s.55

olabilmelerine imkan tanınmalıdır. Nitekim BK'nun adi ortaklığı düzenleyen hükümleri uyarınca müteselsil sorumluluk öngörülmesi yatırımcı açısından ek bir güvence teşkil edecektir.²⁶⁷

İhraççı ortağın gayrimenkul sertifikasına konu gayrimenkule dayalı projede, gayrimenkul maliki olma zorunluluğu yoktur. Ancak bu konu da bir görüş sertifikalara ilişkin tebliğin 8. maddesinin birinci fıkrasının b bendinde sertifikaya konu olan gayrimenkul projesinin inşa edileceği alanın tapu senedi örneğinin Kurula ibrazının zorunlu olduğunun düzenlendiğini gerekçe göstererek, ihraççının malik olmasının zorunlu olduğunu savunmaktadır. Ancak kanımızca Kurul'un tapunun ibrazını zorunlu kılmasının altında yatan, gayrimenkulün tapu kaydını görmektir. Bu açıdan biz ihraççının malik olması gerektiğini savunan görüşe katılmıyoruz.

b-Başka Şirketlerin İhraç Ettiği Gayrimenkul Sertifikalarına Yatırım Yapması

GYO'nun başka şirketler tarafından ihraç edilen gayrimenkul sertifikalarını alıp satabileceği tebliğde açık hükümlerle düzenlenmiştir. Ancak bu hüküm sermaye piyasası araçlarını alıp satabileceğini belirtmekle yetinmiş, yararlanabileceği edimler hakkında herhangi bir düzenleme yapmamıştır.

GYO da sertifika yatırımcısı olarak, yatırım yaptığı projenin tamamlanmasının ardından, gayrimenkulu oluşturan bağımsız bölümler üzerinde hak sahibi olacak ve bunları kiraya vermek suretiyle gelir elde edebilecek, GYO'nun kuruluş amacı doğrultusunda karlı bir yatırım olacaktır.

2-Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler

GYO'nun varlığa dayalı menkul kıymetlere yatırım yapması irdelenirken 5582 sayılı Konut Finansman Kanunu ile değişikliğe uğramış SPK ve tebliğ değişikliklerinin incelenmesinin yerinde olacağı görüşündeyiz.

5582 sayılı KFK'nun 8. maddesi ile değişikliğe uğramadan önce SPK md.13/A varlığa dayalı menkul kıymetleri düzenlemekteydi. Madde "*Alacaklar ve duran varlıklar*

²⁶⁷BOYRAZ, a.g.e, s.51

karşılık gösterilerek varlığa dayalı menkul kıymetler ihraç edilebilir. Bunları ihraç edebilecek kuruluşlar, ihraç şartları, karşılık gösterilebilecek alacaklar ve varlık türleri, ihraç limiti, değerlendirme ilke ve esasları, nitelikleri Kurul tarafından çıkarılacak tebliğler ile düzenlenir.

Varlığa dayalı menkul kıymetlerin ihracında 13. maddede belirtilen limitler uygulanmaz.

Varlığa dayalı menkul kıymetler itfa edilinceye kadar, bunların karşılığını oluşturan alacaklar ve duran varlıklar, başka bir amaçla tasarruf edilemez, rehnedilemez, teminat gösterilemez, haczedilemez.” şeklinde idi. Madde VDMK’lerin tanımını yapmamış sadece ihraç şartlarını ve karşılık gösterilebilecek varlıkları belirtmişti.

Kurul tarafından çıkarılan tebliğ ise Seri: III, No: 14 Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına Ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş Ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliğidir. Tebliğin 3. maddesi VDMK’lerin tanımını ve hukuki niteliğini ortaya koymuştur. Buna göre VDMK’ler *“Bu Tebliğde düzenlenen varlığa dayalı menkul kıymetler, bu Tebliğde belirlenen ihraççıların kendi ticari işlemlerinden doğmuş alacakları veya bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde temellük edecekleri alacaklar karşılığında, Kurul’ca kayda alınarak ihraç edilen kıymetli evraktır.*

Bu Tebliğ hükümlerine göre halka arz yoluyla satılacak olan varlığa dayalı menkul kıymetlerin Tebliğin 6 ncı maddesinde sayılan unsurları taşımaları şart olup, bunlar hakkında bu Tebliğde hüküm bulunmayan hallerde TTK’nun kıymetli evraka dair hükümleri ve genel hükümler uygulanır.”

Tebliğin 4.maddesinde ise, VDMK’lerin ihracında karşılık gösterilebilecek alacaklar belirtmiştir. Buna göre VDMK’lerin ihracına konu olabilecek alacaklar;

“Tüketici Kredileri: Bankaların gerçek kişilere, ticari amaçla kullanılmamak kaydıyla, mal ve hizmet alımları dolayısıyla, açmış oldukları bireysel krediler ile finansman şirketlerinin kendi mevzuatları çerçevesinde gerçek ve tüzel kişilere açmış oldukları krediler,

b) *Konut Kredileri: Bankaların, 2985 sayılı Kanun ve bu Kanuna dayalı mevzuat çerçevesinde, Toplu Konut İdaresi Başkanlığı ile yapılan anlaşma hükümlerine göre kendi kaynaklarından hazır konut alan kişilere açtıkları bireysel krediler, bankaların verdikleri ipoteye dayalı bireysel konut kredileri ile konut sektörünü kredilendirmeye yetkili Kamu İktisadi Teşebbüsü statüsündeki bankaların kendi mevzuatları çerçevesinde açtıkları krediler,*

c) *Finansal Kiralama Sözleşmelerinden Doğan Alacaklar: 3226 sayılı Finansal Kiralama Kanunu ve ilgili mevzuat çerçevesinde finansal kiralamaya yetkili kuruluşların yaptıkları finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacakları,*

d) **(Değişik: Seri: III, No: 18 sayılı Tebliğ ile)** *İhracat İşlemlerinden Doğan Alacaklar: Bankalar ve özel finans kurumlarının açmış oldukları ve fiilen ihracatta kullandıkları krediler ile faktoring işlemleri yapan anonim ortaklıklarca temellük edilen ihracat karşılığındaki belgeye dayalı alacaklar,*

e) *Diğer Alacaklar : Bankalar dışındaki, mal ve hizmet üretimi faaliyetlerinde bulunan anonim ortaklıklar ile mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Kamu İktisadi Teşebbüslerinin müşterilerine yaptıkları taksitli satışlardan doğan, senede bağlanmış alacaklar.*

f) **(Ek: Seri: III, No: 15 sayılı Tebliğ ile)** *Tarım Kredi Kooperatifleri aracılığıyla verilen bireysel kredilere ilişkin olarak T.C. Ziraat Bankası'nın senede bağlanmış alacakları.*

g) **(Ek: Seri: III, No: 18 sayılı Tebliğ ile)** *T. Halk Bankası'nca esnaf ve sanatkarlarla küçük işletmelere açılan ihtisas kredileri.*

h) **(Ek: Seri: III, No: 25 sayılı Tebliğ ile)** *Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföydeki gayrimenkullerinin satış veya satış vaadi sözleşmelerinden kaynaklanan senetli alacakları.” dır.*

GYO da VDMK ihraççıları arasında VDMK'ların Kurul kaydına alınmasına ilişkin tebliğin 5.maddesinde sayılmıştır. Maddeye göre;

Varlığa dayalı menkul kıymetler, doğrudan veya alacakların temellükü suretiyle dolaylı olarak ihraç edilebilir.

(Değişik: Seri: III, No: 25 sayılı Tebliğ ile) Bankalar bu Tebliğ'in 4 üncü maddesinin (a), (b) ve (d) bentlerinde belirtilen krediler, finansman şirketleri (a) bendinde belirtilen kendi mevzuatlarına göre açmış oldukları krediler, finansal kiralamaya yetkili kuruluşlar (c) bendinde belirtilen, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ise (h) bendinde belirtilen, kendi işlemlerinden doğan, alacaklar karşılığında doğrudan varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edebilirler.

Bankalar ile kuruluş ve faaliyet ilkeleri bu Tebliğ'de belirlenen Genel Finansal Ortaklıkları, Tebliğ'in 4 üncü maddesinde belirtilen alacakları temellük ederek, bu alacaklar karşılığında varlığa dayalı menkul kıymetleri ihraç edebilirler.”

Maddeye göre VDMK'ler doğrudan veya alacakların temellükü biçiminde dolaylı yoldan ihraç edilebilmektedir. Dolaylı ihraç, VDMK için karşılık gösterilecek alacağın, alacak hakkı sahibinden temellük edilmesidir.²⁶⁸

GYO da kendi işlemlerinden doğan alacaklarını karşılık göstererek doğrudan varlığa dayalı kıymet ihraç edebilecek arasındadır. Yani GYO portföydeki gayrimenkullerinin satış veya satış vaadi sözleşmelerinden kaynaklanan senetli alacaklarını karşılık göstererek VDMK ihracı yapabilecektir.²⁶⁹

Ancak VDMK'leri düzenleyen SPK hükümleri 5582 sayılı KFK kanunu ile değişikliğe uğramasının ardından varlık menkul kıymetleştirmesine ilişkin iki menkul kıymet söz konusu olmuştur. Kanunun gerekçesinde de belirtildiği gibi birincisi ipotek teminatlı menkul kıymetlerin üst menkul kıymetleştirme aracı olabilecek varlık teminatlı menkul kıymetler, diğeri ise konut finansman fonlarının üst menkul kıymetleştirme aracı sayılabilecek, varlık finansman fonlarından ihraç edilebilecek VDMK'lerdir.²⁷⁰

Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK) uygulamasında, tüketicilerin kredi kartı borcu veya başka herhangi bir kaynaktan doğan şirket alacaklarının menkul kıymete dönüştürülmesi söz konusu olabileceği gibi, ipotek karşılığı verilen konut kredilerinden

²⁶⁸ ÖKSÜZ, Murat, Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, Yüksek Lisans Tezi, Ankara 1995, s.6,

²⁶⁹ BELEN, a.g.e, s.306, ÖCAL, Nurcan, Türkiye'de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri, Ankara 1997, s. 100-102

²⁷⁰ ADIGÜZEL, Burak, 5582 sayılı kanun ile getirilen konut finansman sisteminde yeni sermaye piyasası araçları, Legal Mali Hukuk Dergisi, Mayıs 2007, s.1129

doğan alacakların da menkul kıymetleştirmeye konu olması mümkündür. Dolayısıyla “ipoteğe dayalı menkul kıymetler” (İDMK), ipotek karşılığı verilen kredilerden doğan alacakların menkul kıymetleştirilmesi sonucu oluşan VDMK’lerdir denebilir. İDMK’ler düzenlenmiş olan gayrimenkul ipotekli kredilerin bir araya getirilmesi ile oluşan ipotek havuzuna dayalı olarak ihraç edilmiş menkul değerdlerdir²⁷¹.

Varlık Teminatlı Menkul Kıymetler (VTMK) ise; Sermaye Piyasası Kanunu'nda tanımlanmış bir diğer menkul kıymet türü olarak kredi kuruluşları, proje kredileri de dahil olmak üzere ipotekli konut kredileri dışındaki alacaklarını teminat göstererek VTMK ihraç edebilecek ve ihtiyaç duydukları finansmanı sağlayabilecektir. Varlık finansman fonları (VFF) ise konut finansmanından kaynaklanan alacakların dışında kalan diğer alacaklar ve varlıklar için oluşturulabilecektir.²⁷² Örneğin inşa halindeki konutlara verilen kredilerin VFF üzerinden menkul kıymetleştirilmesi mümkün olabilecektir. VFF, SPK md. 38/C’de düzenlenmiştir. Buna göre; “*Varlık finansmanı fonu, ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler karşılığında toplanan paralarla, varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre oluşturulan malvarlığıdır. Varlık finansmanı fonu portföyelerine alınabilecek varlıklar Kurulca belirlenir.*

Bu Kanununun 38/B maddesinin birinci fıkraya hükmü dışındaki diğer fıkraya hükümleri, varlık finansmanı fonları için de uygulanır.”

VFF’larının kanuni düzenlemesinin gerekçesi olarak; Kanunda yer alan konut finansmanı fonu tanımı dışında kalan alacakların menkul kıymetleştirilmesine imkan vermek amacıyla genel nitelikli menkul kıymetleştirme aracı olarak VFF’larının düzenlendiği belirtilerek, VFF’larının portföyelerine alabileceği varlıkların, Kurulca belirleneceği, ve bu madde çerçevesinde, söz konusu varlıkların kurucunun bilançosu dışına çıkarılması ve VFF’larının, alacakların menkul kıymetleştirilmesinde sermaye piyasalarına yeni ve geniş bir imkan sağlayacağıının düşünöldüğü gösterilmiştir.²⁷³

²⁷¹ **Alptürk**, Ercan, Mortgage Sistemi, Ankara 2007, s 179. **ÖNAL / TOPALOĞLU**, İpotekli Konut Finansmanı ve Hukuku, Adana 2007, s.202, **ADİGÜZEL**, Burak, İpotekli Sermaye Piyasası Araçları, İstanbul 2008, s.24

²⁷² **ADİGÜZEL**, KFK, s.1130

²⁷³ **DOĞRU**, Halil, Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage, Genel ve Hukuki Esaslar, İstanbul 2007, s.121 VDMK’İN temel olarak 3 özelliği vardır. Birincisi alacak sahibi kurum, kıymetleri belirli bir varlık için bir havuzda toplamakta ve transfer edebilmektedir. İkincisi çok sayıda alacağa dayalı kıymet çıkartabilmektedir. Üçüncü, ihraççı varlığa dayalı işlem ile nakit akışını yani finans politikasını belirlemiş olacaktır. **ŞAHİN**, Afşin, “Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler ve Gelir Ortaklığı Senetleri: Tanım ve Risk Yönetimi Açısından Değerlendirme”, Active Dergisi, 2005 S.44

Ancak KFK ile GYO'nun konut kredileri karşılığı VDMK ihracı yetkisi kaldırılmıştır. KFK öncesi GYO, gayrimenkul sertifikalarına ilişkin tebliğden aldığı yetki ile GYO'na ilişkin esaslar tebliğinin değişiklikten önceki 35. maddesi uyarınca konut ve işyeri projesi geliştirerek, uzun vadeli konut satışı gerçekleştirdiğinde, alacakları karşılığında doğrudan VDMK ihraç edebiliyorlardı. Ancak değişikli sonrası GYO'nun VDMK ihraççısı olabileme olanağı kaldırılmıştır. Bu konudaki eleştirilerimizi ilerleyen bölümlerde belirteceğiz.

B-Diğer Sermaye Piyasası Araçlarına Yatırım

GYO, başka GYO'nun hisse senetlerine yatırım yapabilecektir. Zira Tebliğ md.25/a sermaye piyasası araçları konusunda herhangi bir ayırıma gitmemiş, GYO'na açık hükümle olmasa da bu imkanı tanımıştır. Zira büyük oranda gayrimenkule dayalı değerlerden oluşan portföyün yöneticisi olan GYO karlılığını arttıracak hisse senetlerine yatırım yapması olanağı ortaklık açısından da önemlidir. Bu sayede GYO hem portföy değerlerinin karlılığını da arttırabilecektir.²⁷⁴

Ayrıca Tebliğ md.25/a sermaye piyasası araçlarında herhangi bir ayırıma gitmediği gibi borsa para piyasası ve ters repo işlemi yapabileceğini düzenlemiştir. Ters repoda, repoya konu olan sermaye piyasası aracının geri satmak üzere satın alınması söz konusu olmaktadır. Yani burada repo işlemi borç veren açısından tanımlanmaktadır. Menkul kıymeti alan kişi veya kurum borç vermiş olmakta, aldığı kıymetleri anlaşmayla belirlenen tarihte faiziyle birlikte geri teslim etmektedir. Bu işlemde menkul kıymet, bir yandan asıl sahibinin portföyünden çıkmakta ve mülkiyeti ve/veya zilyetliği karşı tarafa geçmekte; diğer yandan ise sözleşme vadesi boyunca varlık teminat vasfını korumaktadır.²⁷⁵

Ters repo işlemlerinde, taraflar arasında kararlaştırılan şartlarla işlem yapılarak menkul kıymetler çerçeve anlaşmasında belirlenen usuller dahilinde tevdi edilmekte ve menkul kıymetler yetkili kuruluş tarafından TCMB'nca yapılacak düzenlemeler çerçevesinde "depo" edilmektedir. İşlemin vadesinde ise menkul kıymetler yetkili kuruluşun talimatına istinaden "depo"lar arasında hesaben karşı tarafa iade edilmektedir.²⁷⁶

²⁷⁴ **BELEN**, a.g.e, s.307, GYO'nun doğum yeri olan ABD, portföyde yer alabilecek değerlerden en önemlileri diğer GYO'nun hisse senetleridir. **BOOTH**, a.g.e, s.165

²⁷⁵ **GÜNAL**, a.g.e, s.441, **YETİM**, Sedat, Repo, Ters Repo, Menkul Kıymet Ödünç İşlemleri,C.1 İstanbul 1997,s.39

²⁷⁶ İşlemin repo ve ters repo olarak nitelendirilebilmesi için, alım-satım akdi dolayısıyla bir tarafa menkul kıymetin mülkiyetinin, diğer tarafa paranın geçmesi gerekir.**GÜNAL**, a.g.e, s.443

Ters repo işlemi ile menkul kıymet alımında menkul kıymetin mülkiyeti yetkili kuruluşa geçmekte ve getirileri de aksine bir hüküm bulunmadıkça yetkili kuruluşa ait olmakta; vade tarihinde, menkul kıymetin mülkiyeti, kararlaştırılan bedelin ödenmesi ile tekrar karşı tarafa geçmektedir. Ters repo ile alınan menkul kıymetlerin işlem tarihi ve vade arasındaki süre içinde kalmak ve vadesi geri satma vadesini geçmemek koşuluyla repo işlemi ile yeniden satılması da mümkündür.²⁷⁷

Repo ve ters repo işlemlerine konu olabilecek menkul kıymetlerden GYO için önemli olanı varlığa dayalı menkul kıymetler dahil olmak üzere, menkul kıymetler borsaları veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören veya borsada tescil edilmiş olan borçlanma senetleridir. Merkez Bankası, piyasada yaşanan nakit sıkışıklığı ya da bolluğu durumlarına göre sıkışık piyasalarda repo; nakit fazlası olan durumlarda ise ters repo ihaleleri yaparak piyasadaki nakit durumunu dengelemeye çalışmaktadır.²⁷⁸

GYO'na ilişkin esaslar tebliğinde sermaye piyasası araçları konusunda herhangi bir ayrıma gidilmemesinin sonucu olarak GYO SPK'nun "tanımlar" başlıklı 3. maddesinde diğer sermaye piyasası araçlarının tanımı "*Menkul kıymetler dışında kalan ve şartları Kurulca belirlenen evraktır. Şu kadar ki, nükut ile çek, poliçe, bono ile mevduat sertifikaları bundan müstesnadır.*" şeklinde yapılmıştır. Buna göre GYO hisse senetlerine, tahvillere, katılma intifa senetlerine, kar-zarar ortaklığı belgelerine, banka bonolarına ve banka garantili bonolara, finansman bonolarına, hazine bonoları, devlet ve diğer kamu tüzel kişilerinin tahvil ve bonoları diğer sermaye piyasası araçları olup esasları Kurul tebliği ile düzenlenmiştir. Bunlar SPK'nun GYO'na verdiği yetki ile GYO'nun portföyünde yer alacaktır.²⁷⁹

C- Sermaye Piyasası Araçlarına Yatırımlara Getirilen Sınırlamalar

GYO'nun sermaye piyasası araçlarına yatırım yapması, GYO'ndan beklenen hedefe ulaşması sağlayan faaliyetlerinden biri olarak, GYO'nun portföyünü çeşitlendirme ve riskin dağıtılması ilkesinin sonucu olarak bir takım sınırlamalara tabi tutulmuştur. Tebliğin "Portföy sınırlamaları" başlıklı 27. maddesi b bendi "*25 inci maddenin (a) bendinde yazılı varlıklar ile 32/A maddesinde belirtilen iştiraklerin tamamına en fazla portföy değerlerinin % 50'si oranında, bu varlıklar içerisinde yer alan yatırım amaçlı Türk Lirası veya yabancı para cinsinden vadesiz ve vadeli mevduata ise en fazla*

²⁷⁷ GÜNAL, a.g.e, s.445

²⁷⁸ AKBULAK, a.g.e, s.455

²⁷⁹ BELEN, a.g.e, s.308

portföy değerlerinin % 10'u oranında yatırım yapabilirler. Portföye alınan varlıkların veya projelerin maliyetlerine ilişkin bedel ödemeleri belirli hakedişler karşılığında veya taksitler halinde yapılıyorsa, bunlara karşılık gelen nakit fazlaları da 25 inci maddenin (a) bendinde yazılı varlıklar aracılığıyla değerlendirilebilir. Portföy tablosunun hazırlandığı yıl ve takip eden iki yıl içerisinde bu kapsamda yapılacak harcamaların tutarı, % 50 oranının hesaplanmasında portföyde yer alan 25 inci maddenin (a) bendinde yazılı varlıkların toplam tutarından indirilir. Ancak, bu harcamalara karşılık gelen tutarın değerlendirildiği varlıklara ilişkin değer artışları ile portföy tablosunun hazırlandığı tarihten önceki dönemlere ilişkin planlanan harcamalardan gerçekleştirilmemiş olanlar, indirim konusu yapılamaz. Belirtilen indirimin yapılabilmesi için projenin portföy tablosuna dahil edilmesinden önce, projenin tamamlanmasına kadar olan süre için planlanan yıllık harcama tutarları Kurula bildirilir. Harcamalara ilişkin planlarda yapılan değişiklikler nedeniyle, % 50 oranının hesaplanmasında dikkate alınmak üzere önceden Kurula bildirilmiş olan tutarın değiştirilmesi Kurul iznine tabidir.”

Portföyde yer alacak sermaye piyasası araçlarına getirilen bu sınırlamaya uyulmamanın sonucu yine yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğunu karşımıza çıkaracaktır.

VII-GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ KONUT FİNANSMANINDAKİ ROLÜ

Konut, daha doğru bir genellemeyle, barınma problemi insanoğlunun başlangıcından itibaren en önemli sorunlarından biri olmuştur. Barınma amacı ile konut sahibi olabilmenin bir insan hakkı olduğu da 1948 tarihli İnsan Hakları Beyannamesi ile uluslararası düzeyde kabul edilmiştir. Gelişmiş ülkelerde konut, ülke halkı için sadece bir ihtiyacın giderilmesi açısından önem arz ederken, ülkemizde hem barınma ihtiyacı, hem de sosyal güvenlik sistemlerinin yetersizliği nedeni ile gelir (kira vb.) temini ihtiyacı ve fiyatlarda seyreden yükseliş nedeni ile bir yatırım aracı olarak rant sağlaması açılarından büyük önem arz etmektedir²⁸⁰.

²⁸⁰ OY, Osman, Türkiye'de Mortgage Uygulaması, İstanbul 2007, s 1.

Konut doktrinde geniş anlamı ile kişinin barınmasına elverişli, yerleşme amacıyla kullandığı çeşitli taşınır ve taşınmazlar olarak tanımlanmıştır²⁸¹. Ancak uzun vadeli konut finansmanı sisteminde kredi sözleşmesinin amacını teşkil eden ve teminat işlevi görebilecek olan konut kavramı, Medeni Kanun ilgili hükümleri gereği, arazi üzerindeki mesken niteliğindeki kat mülkiyetine konu bağımsız bölümler (TMK m. 704/3), arazi üzerindeki bütünleyici parça vasfına haiz mülkiyet hakkına konu müstakil yapılar (TMK m. 718/2) ile bağımsız ve sürekli nitelikteki üst hakkı (TMK m. 704/2) konusu bağımsız bölümler ve müstakil yapılar olarak tanımlanabilir ve konut finansmanının konusu olabilirler.

Konut finansmanı sistemi konut edinme doğrultusunda, finansman sağlama amacıyla yapılan hukuki işlemlerden oluşmaktadır. Uzun vadeli konut finansman sisteminin en önemli özelliği, insan ihtiyaçlarının başında gelen barınmanın, onların gelecekte elde edecekleri kazançları ile giderilmesini sağlamaktır²⁸².

Konut finansmanı ile ilgili genel bir ayırım yapılmak gerekirse, resmi olmayan konut finansman yöntemi olarak hane halkı tasarrufları, kooperatifler, müteahhitlerden sağlanan krediler gösterilebilir. Resmi konut finansmanına örnek olarak ise devlet tarafından kurulan konut bankaları, özel sektör tarafından kurulan finansman kurumları gösterilebilir²⁸³.

Dünyadaki en gelişmiş ve köklü konut finansman sistemi, daha doğru ifadeyle taşınmaz teminatı karşılığı kredi sistemi olan mortgage, ortaçağda İngiltere’de gelişerek daha sonra ABD hukukuna aktarılmıştır²⁸⁴.

Bu modelde bankalar veya finans kuruluşları kullandıkları kredileri belli hizmet ücretlerini keserek tüm hakları ile birlikte ikincil piyasa kuruluşlarına başka bir ifadeyle

²⁸¹ KOÇAK, Duygu, Mortgage, İstanbul 2007 s 13.

²⁸² KOÇAK, Duygu, a.g.e, s 1.

²⁸³ ÖNAL/TOPALOĞLU, a.g.e, s 12.

²⁸⁴ TOPALOĞLU, Mustafa, ABD Mortgage Uygulaması ve ipotekli Konut Finansmanına İlişkin Kanun Tasarısının Değerlendirilmesi, Fikret Eren’e Armağan, Ankara 2006, s 845; “Ortaçağ İngiltere’sinde faiz kilise tarafından haram sayılıyordu. Bu nedenle faiz alamayan alacaklılar, teminat olarak aldıkları taşınmaz malın zilyetliğini devralarak faiz yerine rehin edilen taşınmazın kirasını ve diğer semerelerini elde ediyorlardı. Alacaklı teminat olarak elinde tuttuğu sürede taşınmazdan elde ettiği geliri borçtan mahsup etmemekteydi. Bu sözleşme tipine “dead gage” veya “mort gage” (ölü rehin) deniyordu, zira rehin süresince taşınmaz borçlu açısından “ölü yatırım veya sermaye” haline geliyordu. Alacaklıya teslim edilen taşınmaz borçlu malik açısından bir süreliğine ölmüş gibidir (Lat. Mortuum Vadium)..” FABOZZI/FRANCO, Mortgage and Mortgage-Backed Securities Markets, Massachusetts 1992, s.28

mortgage merkezlerine devretmektedirler²⁸⁵. Mortgage merkezleri ise devralınan alacaklara dayanarak menkul kıymet ihraç etmektedirler. Bu modelde mortgage merkezleri devraldıkları kredilerin ödenmemesi riskini üzerlerine almakta, bu alacaklar kredi açan banka veya finans kuruluşları bilançolarında görünmemekte, bu suretle bu kuruluşlar bilançolarından çıkarttıkları tutar kadar serbest sermayeye kavuşmaktadırlar²⁸⁶.

Konut Finansman Fonu'nun anlaşılabilmesi için öncelikle menkul kıymetleştirme (securitization) kavramının bilinmesi gerekmektedir, zira KFF'ları menkul kıymetleştirme işleminin en önemli kurumunu ifade etmektedir.

Menkul kıymetleştirme esnasında bir şirketin herhangi bir kaynağından doğan muhtelif alacaklar bir araya getirilerek bir havuz oluşturulmakta ve burada yer alan alacaklar menkul kıymete dönüştürülerek yatırımcılara satılmakta ve bu işlem sonucu ihraç edilen menkul kıymetlere de "varlığa dayalı menkul kıymetler" (asset backed securities) denmektedir²⁸⁷.

Özellikle 1970'lerden itibaren ipotek kredilerinin havuzlarda toplanarak bunlara dayanan menkul kıymet ihracı ile yapılan bilanço dışı menkul kıymetleştirme gayrimenkul finansmanı konusunda kaydedilmiş en önemli gelişme olarak kabul edilmektedir²⁸⁸.

Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK) uygulamasında, tüketicilerin kredi kartı borcu veya başka herhangi bir kaynaktan doğan şirket alacaklarının menkul kıymete dönüştürülmesi söz konusu olabileceği gibi, ipotek karşılığı verilen konut kredilerinden doğan alacakların da menkul kıymetleştirmeye konu olması mümkündür. Dolayısıyla "ipoteğe dayalı menkul kıymetler" (İDMK), ipotek karşılığı verilen kredilerden doğan alacakların menkul kıymetleştirilmesi sonucu oluşan VDMK'lerdir denebilir. İDMK'ler düzenlenmiş olan gayrimenkul ipotekli kredilerin bir araya getirilmesi ile oluşan ipotek havuzuna dayalı olarak ihraç edilmiş menkul değerlerdir²⁸⁹.

²⁸⁵ **TOPALOĞLU**, Mustafa, İpoteğe Dayalı ve İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler, s 11.

²⁸⁶ **GARTON-GOOD**, Julie, All About Mortgages, USA 1999,s.97

²⁸⁷ **DOĞRU** a.g.e, s 1.

²⁸⁸ **TOPALOĞLU/ÖNAL**, a.g.e, s 204.

²⁸⁹ **ALPTÜRK**, a.g.e, s 179.

5582 sayılı KFK ile ülkemize yeni hiçbir sermaye piyasası kurumu getirilememiştir. KFK genel olarak, uzun vadeli konut finansman sisteminin sac ayağını oluşturan menkul kıymetleştirme uygulamalarının doğum yeri olan ABD’ de geçerli düzenlemelerin hukukumuzda direk tercüme yoluyla geçirilmiş olduğu söylenebilecektir. Bu açıdan metin yasa yapma tekniğine de uygun değildir. Kurallar oldukça uzun ve karışıktır. Ayrıca ABD düzenleme yapılırken oluşturulan kurumlar Türk Hukukunda eksiktir. Örneğin Türk hukukunda kredi veren kuruluşun alacaklarının muhafazasından ve yatırımcıların haklarının korunmasından sorumlu olan kuruluş “trustee” kuruluşları henüz tam olarak işlev kazanmamışlardır. Ülkemizde bu boşluğu garantör şirketler doldurmaktadır. Aynı şekilde ülkemizde menkul kıymetleştirilecek varlıkları değerlendiren ve yatırım açısından alınabilecekleri puanlayan ve yatırımcılara yatırımın riskleri konusunda bilinçlendiren derecelendirme kuruluşları (rating agency) da işlev kazanmamıştır. Bu eksikliklerle ABD hukukundan direk tercüme yoluyla Kıta Avrupası Hukuk sistemimize geçirilmeye çalışılan KFK’nu karışık ve uygulanması bir çok ihtilaflara konu olabilecektir.²⁹⁰

Bunun dışında KFK ile getirilen uzun vadeli konut finansmanı, yeni bir düzenlemeye ihtiyaç duyulmadan hali hazırda ve kaynağını; BK’ndaki ödünç sözleşmelerinden alan ve Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun ile düzenlenen konut kredisi ile uzun vadede konut edinme yönteminde bulur.²⁹¹

Uzun vadeli konut finansman sisteminin(mortgage) Türk Hukuk sistemine yerleşmesi için bir fona ve fonun geri ödemelerinin enflasyondan korunması gerekmekte, ödemelerin devamlılığı sağlanmalıdır. Bu da ancak yatırımcıların oluşturduğu ikincil piyasaların devamlı finanse edilmesi ile mümkündür. Bunun sağlanması için konut kredileri karşılığı alacakların menkul kıymetleştirilmesi gerekmektedir. TMK’nda ipotekli borç senedi ve irad senetleri bu eksikliği gidermek için ihdas edilmiş olsalar da uygulamaları oldukça zordur. Bunlar yerine SPK’na dayanılarak çıkartılmış VDMK ve gayrimenkul sertifikaları ile bu eksiklik giderilebilecektir.²⁹²

²⁹⁰ KOÇAK, a.g.e, s.132-133

²⁹¹ ALP/YILMAZ, Konut İpotek Kredilerinin Sermaye Piyasaları Yoluyla Finansmanı, Active, Ağustos-Eylül 2000, s.38

²⁹² DÖNMEZ, İbrahim, Konut Finansman Sistemi Kanun Taslağı, Sermaye Piyasası Kurulu, Konut Finansmanı ve Türkiye, Seminer Notları, İstanbul 2005,s.132

KFK'nda konut finansman alacağı tanımlanmamış, sadece tüzel kişiliği haiz belirli kuruluşlar konut finansman kuruluşu sayılmıştır. Buna karşılık menkul kıymetleştirmeyi içeren tüm hukuki kurumların oluşturduğu sistem “uzun vadeli konut finansman sistemi” olarak düzenlenmiştir. Bireysel olarak konut finansmanı amacı ile kredili işlem yapan bir kimse, kredili işlemin karşısındaki insanın aktifinde doğan alacak hakkının borçlusudur. Menkul kıymet ihraç etmeye yetkili kuruluş ve bankalar kredili işlemlerin devamlılığını sağlayabilmek için kredili işlemde doğan alacak haklarının karşılıklı olarak menkul kıymet ihraç ederler. Çıkarılan menkul kıymetler yatırımcı tarafından satın alındıkça finansman sağlanmış olur ve kredilerde devamlılık sağlanmış olur. Bu gereklilik karşısında konut kredileri karşılığı menkul kıymet çıkarmaya yetkili kuruluşların kanunla konut finansman kuruluşu şeklinde sınırlandırılmaları yerinde bir düzenleme değildir. Örneğin inşaat şirketlerinin konut finansman alacağı şeklindeki uzun vadeli konut satışından doğan alacakları, Kurul tarafından izin verilen sermaye piyasası kurumlarınca alacağın temlik şeklinde temlik alınarak sermaye piyasası aracının dolaylı ihracının mümkün olması durumunda hem inşaat şirketi için finansman sağlanmış olacak hem de yatırımcılar küçük yatırımlarla büyük gayrimenkul değerlerine ulaşabilecek böylelikle de uzun vadeli satış işlemlerinin devamlılığı sağlanmış olacaktır. Ancak KFK'nun konut finansman kuruluşu şeklinde kısıtlaması bunu mümkün kılmamaktadır.²⁹³

GYO, KFK öncesi konut kredileri karşılığı VDMK ihraç etmeye yetkili sermaye piyasası kurumlarındandı. Yani GYO konut finansman alacağına sahip olduğunda, sermaye piyasası kurumu olarak bu alacakları karşılığında VDMK ihraç edebiliyorlardı. Ancak KFK GYO'nun bu yetkilerini kaldırmakla, aslında uygulamada tamamen gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesi amacı ile uzmanlaşmış bir kuruluşun finansman sağlanmasını da engellemiş olduğundan bu düzenlemelerin konut finansmanına katkılarını anlamak mümkün değildir. Zira GYO yatırımcısını bilgilendiren uzman portföy yönetim şirketi olarak konut finansman alacağı karşılığı çıkarılan menkul kıymetlerin yatırımcı tarafından talep görmesi için gereken güvenin de sağlanabileceği bir kurumdur.

GYO'nun konut finansmanı açısından önemli olan ve ihraç etmeye yetkili olduğu menkul kıymetlerin başında ise gayrimenkul sertifikaları gelmektedir. Gayrimenkul sertifikası yatırımcıları konut sahibi yapmanın yanı sıra, piyasasındaki fiyat

²⁹³ KOÇAK, a.g.e, s. 134, ADIGÜZEL, KFK, s.1120

hareketlenmelerinden de yatırımcının yararlanması amacına hizmet eder. Gayrimenkul sertifikaları konut için yapılan tasarrufları konut maliyetinin artışlarına karşı da korumaktadır. GYO bir konut projesi gerçekleştirmeye kalkıştığında, karşılığında menkul kıymet ihraç edebilecektir. Burada dikkat edilmesi gereken konutun bölünmezliği karşısında sertifikaların bölünebilir olmalarıdır. Bu durumda her ne kadar gayrimenkul sertifikası belirtilen sürede gayrimenkulun sertifika sahibine geçirilmesini isteme hakkını verse de bunun mümkün olmadığı ya da talep edilmediği durumlarda, anapara veya izahnamede belirtilen oranlarda faiz ödemek veyahut da talep edilmeyen gayrimenkul bölümünün açık arttırma ile satılarak bedelinin sertifika sahiplerine dağıtılması gerekmektedir. Bu durumda da sertifika sahipleri gayrimenkulun değer artışından yararlanacaklardır. Ancak her iki durumda konut projesi gerçekleştiren GYO'na finansman sağlanmış olacaktır.²⁹⁴

Sonuç olarak belirtilmelidir ki uygulamada gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesi ve finansman sağlanması için uzmanlaşmış olan GYO konut finansman sistemine katkıları da azımsanmayacak kadar çoktur. Yeni yasalarla bunun sınırlandırmasını anlamak ve eleştirmek mümkün değildir. Zira gayrimenkul ağırlıklı portföy işleten GYO konut finansmanı açısından en doğru adreslerden biridir.

VIII-GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ DİĞER FAALİYETLERİ

Tebliğin 25 maddesinin k bendi GYO'nun "*Risklere karşı korunmak amacıyla swap ve forward işlemler yapabilirler, opsiyon yazabilirler, mala dayalı olanlar hariç vadeli işlem sözleşmeleri alabilirler.*" şeklindeki düzenlemesiyle GYO'nun hedefine ulaşırken risklerden korunması için yapabileceği işlemleri belirtmiştir.

Vadeli işlemler piyasası, vadeli işlem sözleşmelerinin alım-satımının yapıldığı bir ticari borsadır. Buna "vadeli işlem opsiyon borsası"da denmektedir.²⁹⁵ Bu piyasada aracı üye ya da kurumlar aracılığıyla tüm girişimci veya yatırımcılar, borsa tarafından belirlenmiş miktar ya da oranda teminat yatırarak vadeli alım- satım yapabilmektedir. Vadeli işlemler piyasasında genellikle tarımsal ürün ya da tarımsal, madensel, finansal birkaç ürünün alım-satım işlemleri yapılmaktadır. Ürün alım satımına rağmen alıcı ve satıcı

²⁹⁴ ERTEN, Gayrimenkul Sertifikaları, s. 221

²⁹⁵ ÜNAL, Sermaye Piyasası, s.1321 -1397, ÇAPANOĞLU, Mustafa Birol, Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları, İstanbul 1993, s.196

tarafların birbirini tanınması gerekmez. Yapılan tüm işlemler, borsa takas merkezinin garantisini altındadır. Bu piyasalarda işlemler karşılıklı olarak, yüz yüze sesli pazarlık yöntemiyle ya da elektronik ortamda bilgisayarla yapılmaktadır.²⁹⁶

Vadeli işlem sözleşmesi, "Vadeli işlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmeliği"nin "Tanım ve Kısaltmalar" başlıklı 3.maddesinde "Belirli bir vadede, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte ekonomik veya finansal göstergeyi, sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni ve döviz alma veya satma yükümlülüğü veren sözleşme" şeklinde tanımlanmıştır. Bu sözleşmede alım satım konu ürünün, kalitesi, miktarı, teslim yeri ve tarihi, borsa tarafından önceden belirlenip standart şartlara bağlanmıştır. Vadeli işlem sözleşmesinde ürünün cinsi, kalitesi, miktarı, teslim yeri ve tarihi, kotasyon şekli ve diğer ayrıntılar standart olarak belirtilmiştir. Tarımsal ürünler , değerli maden ve enerji ürünleri, döviz kurları ya da finansman ürünleri gibi pek çok ürün, vadeli işlem sözleşmelerine konu olabilmektedir.²⁹⁷

Vadeli İşlem; bu sözleşme hamiline belli miktardaki bir malı, belli bir fiyattan ilerideki bir tarihte alma hakkını verir. Opsiyonlar; menkul kıymetler, döviz, altın ve endeksler üzerine yapılabilirken, vadeli işlemler bu sayılanlardan başka emtia ve hizmetler üzerine de yapılabilir. Ayrıca, opsiyonda, opsiyon hamili seçimlik hakka sahiptir. Dilerse, opsiyon hakkını kullanır ve opsiyon sözleşmesindeki hakkı satın alır veya satar; dilerse bu hakkını kullanmaz. Buna karşılık vadeli sözleşmelerde vadede hakkın satın alınması veya satılması mecburiyeti vardır²⁹⁸.

Sözleşmelerin en önemli özelliği riski seven ve riskten kaçınmak isteyen yatırımcıların bir araya gelmesini sağlamasıdır. Gelecekteki fiyatların belirsizliğinden kaynaklanan fiyat riski, vadeli işlem sözleşmeleri vasıtasıyla spekülörlere devredilebilir. Spekülörlere fiyat hareketlerinden kazanç sağlama amacıyla olan yatırımcılardır.²⁹⁹

Vadeli işlem sözleşmeleri, piyasadaki arz ve talebe göre ürünlerin ileri bir tarih için fiyat beklentilerinin oluşumuna katkıda bulunur. Serbest piyasa ekonomilerinde ileri bir

²⁹⁶ Borsada alınıp satılan menkul kıymetlerin veya bunları temsil eden belgelerin ve bunların bedellerinin teslim yeri takas merkezidir. YASAMAN, a.g.e, s.166

²⁹⁷ KIRCA, İsmail, Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri, Ankara 2000, s.48

²⁹⁸ YASAMAN, s. 78-79

²⁹⁹ PENEZOĞLU, Yusuf Gökhan, Hukuki Yönleriyle Vadeli İşlem Sözleşmeleri, İstanbul 2004, s.36

tarihteki fiyat beklentilerinin bilinmesi, arz ve talebin tahmin edilebilmesine ve böylece kaynakların en doğru şekilde kullanılmasına olanak tanır.³⁰⁰

GYO vadeli işlem sözleşmelerini mala dayalı olanlar hariç alabileceklerdir. Mala dayalı olma kavramı ile anlaşılması gereken, GYO'nun ortaklık amacı ve faaliyet ilkeleri dışında kalan ürünlerdir. Yani GYO faaliyet ilkeleri içinde riskli yatırımlarını vadeli işlem sözleşmelerine konu edebileceklerdir.

GYO, Tebliğ md. 27/k maddesinde getirilen olanakla yine risklerden korunmak amacıyla swap ve forward işlemler yapabileceklerdir.

Swap; iki taraf arasında, önceden belirlenen bir sistem içerisinde, belirli bir finansal varlıktan kaynaklanan gelecekteki nakit akışlarının değiştirilmesi konusunda yapılan bir sözleşmedir. Önceden belirlenmiş bir formüle ve vadelere göre, iki veya daha fazla taraf arasında gerçekleşecek olan nakit akışının mübadelesini sağlayan, özel olarak hazırlanmış sözleşmelere denir. Borçlanma senetlerine ve dövizde dayalı swap sözleşmeleri yaygın olarak kullanılmaktadırlar. Genelde bir swap sözleşmesine taraf olanların (counterparty) gerçekleştirdiği nakit akışları, sözleşmeye konu olan borçlanma senetlerinin veya dövizin değişen değerine dayandırılır. Örnek olarak faize dayalı bir swap sözleşmesini ele alabiliriz. Bir A GYO bir B bankasına önümüzdeki 5 yıl boyunca her sene toplam 1 milyon dolarlık bir borç üzerinden sözleşmede belirlenmiş sabit bir faiz ödeme yükümlülüğüne girmesi ve buna karşılık B bankasının da A GYO'na aynı ödeme vadelerinde yine 1 milyon dolar üzerinden fakat değişken faizli bir ödeme yapmayı kabul etmesi, değişken faizin sabit faiz ile değiştirilmesi (swap edilmesi) şeklinde gösterilebilir³⁰¹.

Forward; sözleşmeler de vadeli işlem sözleşmeleri gibi belirli bir vadede, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte ekonomik veya finansal göstergesi, sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni ve dövizde alma veya satma yükümlülüğünü getiren sözleşmedir. Ekonomik anlamda vadeli işlem sözleşmesine çok benzer. Ancak bunlar borsalarda işlem görmezler.³⁰²

³⁰⁰ KIRCA, a.g.e, s.12

³⁰¹ KESKİN, Ayşe Dilşad, Swap İşlemi ve Hukuki Niteliği, Ankara 2008,s.78
<http://www.finhat.com/finhat/menu6/vob.html> - 15.2.2008

³⁰² KESKİN, a.g.e, s.98

Sonuç olarak GYO uzman portf6y y6neticisi olarak girdiği borçlandırıcı işlemlerin riskini vadeli işlemlerle, swap ve forward işlemlerle bertaraf edebilecek, yatırımlarını daha karlı hale getirebilecektir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ YATIRIM FAALİYETLERİNE İLİŞKİN YASAKLAR VE YASAKLARA UYMAMALARININ HUKUKİ SONUÇLARI

I-YATIRIM FAALİYETLERİNE İLİŞKİN YASAKLAR

GYO sermaye piyasası kanuna tabi bir ortaklık olduğundan sermaye piyasası kanunundaki zorunluluklar ve faaliyetlerini düzenleyen esaslar tebliğinde istisnalar saklı kalmak kaydıyla TTK yasaklamalarına uymak zorundadır. Gayet tabi ki, SPK mevzuatı ve Kurul Tebliği MK ve BK 'nun emredici hükümlerine uygun olmak zorunda GYO da faaliyetlerini bu emredici hükümlere uygun olarak yerine getirmek zorundadır. GYO esaslarını düzenleyen tebliğin idarenin düzenleyici işlemlerinden olduğunu daha önce belirtmiştik. Bu açıdan düzenleyici işlemler hiçbir şekilde kanunlara aykırı olamayacağından GYO faaliyetlerini yürütürken öncelikle genel hükümlere ardından TTK, SPK ve Tebliğ esaslarına uygun davranacaktır.

A- Ticaret Kanunu Yasakları

GYO da tipik bir anonim ortaklık olduğundan, TTK için anonim ortaklıklara getirilmiş yasaklara ve sınırlamalara ve emredici hükümlere uygun faaliyetlerde bulunmak zorundadır.

TTK ile anonim ortaklıklara getirilmiş en önemli yasaklama ultra vires ilkesidir. TTK m137 hükmü, şirketlerin ancak işletme mevzuu çevresi içinde kalan hakları edinebileceklerini ve borçları yüklenebileceklerini ifade etmektedir. Şirketlerin hak ehliyetinin kapsamını işletme mevzuu ile sınırlayan bu hüküm, şirketler hukukumuzda ultra vires ilkesinin benimsendiğini göstermektedir.³⁰³ Ancak söz konusu sınırlama, serbest piyasa ekonomisini temel alan hukuk düzenimize uygun düşmediği gerekçesiyle doktrinde eleştirilmektedir. Bu eleştiriler kapsamında söz konusu ilkenin doğduğu İngiliz Hukukunda bile, bizim hukukumuzdaki kadar katı uygulanmadığı iddia edilmektedir.

TTK m. 321 ortaklığı temsile yetkili olanların amaç ve konu içinde her türlü işlemi ortaklık adına yapabileceklerinden söz etmiş ise de, hak ehliyeti konu ile sınırladığına ve

³⁰³ KUNTALP, a.g.e, s.68

hak ehliyeti olmaksızın fiil ehliyeti olamayacağına göre, temsilcilerin yetkisini de yalnızca konu ile sınırlı biçimde anlamak doğru olacaktır.³⁰⁴ Konu dışına çıkılarak yapılan işlemler hukuken yok sayıldıklarından bu işlemler için yetkisiz temsilden söz edilemeyeceği için BK m. 39 hükmüne uygun olarak bir icazet yolu ile işlemin geçerli hale getirilmesi mümkün olamaz. Temsil yetkisi dış ilişkiye dönük bir yetkidir. Yani üçüncü kişilerin menfaat alanına girmektedir.

TTK m 137de kural koyulduktan sonra, kanuni istisnalar burada da saklı tutulmuştur. Öğretide, bu istisnaların daraltıcı ve genişletici olarak iki yönde söz konusu edileceği belirtilmektedir. Ortaklığın ehliyetini daraltan istisnai hallerde, konu içine girmesine rağmen, ortaklık adına yapılan bazı işlemler ortaklığı bağlamamaktadır. Bu hallerin başlıca örnekleri olarak: Ortaklığın tasfiye sürecine girmesi halinde ehliyetin tasfiye amacıyla sınırlandırılması (TTK 439/2), kuruluşun devralmanının belirli şartlarla gerçekleştirilebilmesi (TTK 311), ortaklığın kendi pay senetlerini iktisap yasağı (TTK 329), kuruculara, belirli sınırlar içinde kazanç payı hakkı sağlanabilmesi (TTK 298) gösterilmektedir.³⁰⁵

Ehliyeti genişleten istisnalarda ise, ana sözleşmede yazılı olmayan bazı konularda, ortaklığı bağlayıcı eylem ve işlemler söz konusu olmaktadır. Örneğin, organların işledikleri haksız fiillerden ortaklığın sorumlu tutulması (MK 48/2, TTK 321/5), ana sözleşmede yazılı olmadığı halde ortaklık amaç ve konusunun elde edilmesine yardımcı olan iktisapların TTK 311/son uyarınca maddedeki şartlara bağlı kılınmadan yapılabilmesi gibi.

Kanunda açıkça hükme bağlanan bu gibi haller dışında da, ortaklık konusu ile ilgili olarak, taşınır ve taşınmaz mallar alınması, kiralanması, gereğinde elden çıkarılması, hizmet sözleşmeleri yapılması, marka, patent gibi hakların satın alınması, kiralanması, reklam amaçlı anlaşmalar yapılması, küçük çapta bağış ve hediyeler verilmesi, kredi alınması ve benzeri bazı işlemler Yargıtay tarafından da ticari yaşamın gereği olarak ehliyet içinde kabul edilmektedir.³⁰⁶ Yapılan bu işlemler, işletme maksat ve konusunun dışında kalmakla beraber, bunun amaçsal niteliği ve konusu, işletme

³⁰⁴ ARSLANLI, Anonim Şirketler Hukuku, İstanbul 1961, s.96

³⁰⁵ POROY/TEKİNALP/ÇAMOĞLU, a.g.e, s.294, TEKİNALP, Ünal, Banka Hukukunun Esasları, İstanbul 1988, s. 189

³⁰⁶ ANSAY T, Anonim Şirketlerde Ehliyet Meselesi, Ankara 1960, s.94

maksat ve konusu ile ilgili ise ve de bu durumda pay sahiplerinin ve şirketin çıkarı korunuyorsa, bu işlem geçerlidir ve şirketi bağlar.³⁰⁷

Ticaret şirketlerinin ehliyetine ilişkin diğer bir konu da, şirketin başkasının borcu için kefil olup olamayacağı hususudur. Şirket özel sözleşmesinde, şirketin kefil olabilmesine ilişkin açık bir hüküm varsa ortaklığın kefalet dolayısıyla borç altına girebileceğine herhangi bir şüphe yoktur. Aynı şekilde kefil oluna işlemin, doğrudan doğruya değil dolayısıyla şirketin işletme konusuna girdiği zaman, bu kefalet işleminin geçerli ve bunun ticari hayatın gerçeklerine ve gereklerine uygun olduğu Yargıtay içtihatlarında kabul edilmiştir³⁰⁸.

İç hukuk mevzuatını Avrupa Birliği (AB) müktesebatı ile uyumlaştırma yükümlülüğü altında bulunan ülkemiz, 1968 tarihli ve 68/151 sayılı Yönerge'ye uyum kapsamında ultra vires ilkesine ilişkin esaslı değişiklikler yapmayı taahhüt etmiştir. Bu doğrultuda TTK Tasarısı'nda söz konusu ilkeye yer verilmemiş; şirketlere tanınan ehliyetin kapsamı genişletilmiştir. TTK Tasarısı m. 125/2 hükmü: TTK m. 137'de işletme mevzuu çevresi ile sınırları çizilmiş olan ultra vires kısıtlamasını kaldırmakta; tüzel kişilerin Türk Medeni Kanunu m.48 çerçevesinde bütün haklardan yararlanabileceklerini ve bütün borçları üstlenebileceklerini ifade etmektedir. Bu hükümde ayrıca, kanuni istisnaların da saklı olduğu da belirtilmektedir.

B-Sermaye Piyasası Kanunu Yasakları

Sermaye Piyasası Kanunu ile yasaklar getirilmesi ile hedeflenen küçük yatırımcının piyasaya olan güveninin sağlanmasıdır. Zira sermaye piyasası küçük tasarrufların toplanıp ekonominin gelişmesine hizmet etmek olduğundan, küçük yatırımcıların hakları sıkı bir şekilde korunmaktadır.³⁰⁹

³⁰⁷ PULAŞLI, Hasan, Şirketler Hukuku, Adana 2005, s.56

³⁰⁸ 11.HD.T 23.3.1982, E82/851, K.82/1225 sayılı kararında: "Bir ticari işletmenin kendi ana sözleşmesinde belirtilen işletme mevzuuna doğrudan doğruya girmemekle beraber, o işletmenin ticari faaliyetlerini kolaylaştıran ticari iş ve ticari sözleşmelerin de o işletmenin mevzuu içinde bulunduğu kabulü zorunludur. Ticari amaç güden işletmelerin kredi temini konusunda bankalara karşı müştereken sorumluluk yüklenmek suretiyle birbirlerine destek olmaları ve ticari faaliyetlerin i bu suretle sürdürebilmeleri halini ticari hayatın normal ve mutad işlemleri arasında kabul etmek gerektiğinden, bu davada söz konusu olan "kefalet akdinin" de davacı şirket yönünden kendi işletme çevresi içinde kalan bir muameleden ibaret olduğunun göz önünde tutulması zorunlu bulunmaktadır. Aksi düşüncenin kabulü ticari hayatın normal seyrine ve süratli akışına engel teşkil edebilecektir. " Corpus İçtihat Programı, 25.04.2008

³⁰⁹ YASİN, a.g.e, s.195

Öncelikle SPK'na tabi ortaklıkların kayıtlı sermaye sistemine uygun faaliyette bulunma zorunluluğu vardır. Kayıtlı sermaye, anonim ortaklıkların, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, yönetim kurulu kararı ile Türk Ticaret Kanununun sermayenin artırılmasına dair hükümlerine tabi olmaksızın hisse senedi çıkarabilecekleri azami miktarı gösteren, Ticaret Sicilinde tescil edilmiş sermayeleridir.³¹⁰

GYO'nun portföy işletmeciliği yapmasının sonucu olarak bu faaliyetine aykırı olan sermaye piyasası faaliyetlerini yürütmesi yasaktır. SPK md.35/1 yatırım ortaklıklarını faaliyetlerinin kapsamını belirlemiştir. GYO da yatırım ortaklıklarının özel bir türü olarak bu kapsam içinde hareket etmelidir. Buna göre yatırım ortaklıkları; *“Yatırım ortaklıkları sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklardır. Bu portföyler müstakilen bu unsurlardan oluşabileceği gibi, karma da olabilir.*

Bu ortaklıkların kuruluş izni alabilmeleri için 30'uncu maddenin birinci fıkrasının (f) bendinde belirtilen portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere Kurula başvuruları şarttır. Yatırım ortaklıklarının portföy işletmek dışında yapabilecekleri faaliyetler Kurulca düzenlenir.” SPK md.36 ise yatırım ortaklıklarının kuruluş ve faaliyet şartlarını düzenlemiştir. Maddeye göre;

Yatırım ortaklıklarına kuruluş ve faaliyet izni verilebilmesi için;

a) Kayıtlı sermayeli olarak anonim ortaklık şeklinde kurulmaları,

b) Başlangıç sermayelerinin Kurulca belirlenen miktardan az olmaması,

c) Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması,

d) Ticaret unvanlarında Yatırım Ortaklığı ibaresinin bulunması,

e) Esas sözleşmelerinin bu Kanun hükümlerine uygun olması,

f) (Değişik: 23/1/2008 tarih ve 5728 sayılı Kanun md. 370 ile) Kurucularının müflis olmaması ve 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 iflasihaleye fesat karıştırma, edimin ifasına fesat karıştırma, bilişim sistemini engelleme, bozma, verileri yok etme veya değiştirme, banka veya kredi kartlarının

³¹⁰ BAHTİYAR, Kayıtlı Sermaye, s.34

kötüye kullanılması, suçtan kaynaklanan malvarlığı değerlerini aklama, kaçakçılık, vergi kaçakçılığı veya haksız mal edinme suçlarından mahkûm olmaması, gerekir.

Yatırım ortaklıklarının, portföylerinde bulunduracakları kıymetler itibariyle türleri, değerlendirme esasları, portföy sınırlamaları, yönetim ilkeleri, kar dağıtım esasları, saklama usul ve esasları, tabi olacakları yükümlülükler ve tasfiye ile sona ermelerine ilişkin esaslar Kurul tarafından belirlenir.

(Ek fıkra: 15/12/1999 tarihli ve 4487 sayılı Kanun md. 16 ile) *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.*

Kuruluş ve faaliyet esaslarının yanında küçük yatırımcıları korumak amacıyla ve kamu yararına hizmet edecek şekilde örtülü kazanç sağlayan faaliyetler suç olarak düzenlenmiştir.³¹¹

Özetle sermaye piyasasında getirilen zorunlulukların hepsi bir taraftan da GYO için yasakların sınırlarını oluşturmakta, bu zorunluluklara uyarak faaliyet göstermek zorundadır.

C- Tebliğ ile Getirilen Yasaklar

Tebliğ ile GYO'na ilişkin yasaklar düzenlenirken sınırlamalar konusunda GYO'nın gayrimenkul portföyü işleten uzman kuruluş olması niteliği göz önünde bulundurulmuş, bu niteliğine uymayacak faaliyetler yasaklanmıştır. Daha önceki bölümlerde incelemiş olduğumuz tebliğ ilkeleri yasakların sınırlarını çizen önemli ilkelerdir. Bir kere daha hatırlatmak gerekirse, GYO tebliği süresinde oluşturma, portföy kalemlerini çeşitlendirerek riski dağıtma, oluşturduğu portföyü uzun vadeli yönetme, kamuyu aydınlatarak yatırımcılara güven sağlama yükümlülüğü altındadır.

³¹¹ Şirketin faaliyetleri sonucu elde ettikleri karı ortaklara dağıtmadığı gibi, şirketin mali bünyesini güçlendirilmesi amacıyla şirkette de bırakılmamaktadır. Bu durumda elde edilen kar ya da kar elde etmeyi mümkün kılan malvarlığı şirketle yönetim, denetim, sermaye bakımından doğrudan ya da dolaylı olarak ilişkide bulunan veya şirketin nüfusu altında bulundurduğu gerçek veya tüzel kişilere örtülü bazı işlemler sonucu aktarılmak suretiyle bunlara bir tür finansman hizmeti sağlamak, ortakların ve şirketten çıkarı olan diğer kişi ve kurumların bu kazançtan ya da malvarlığından faydalanması engellenmektedir. Bu tür muvazaalı işlemler örtülü kazançta neden olmaktadır. **AKBULAK**, a.g.e, s.387

Tüm bunların yanında tebliğ md.24 GYO'nun yapamayacakları işleri saymıştır. Buna göre GYO;

a) *Bankalar Kanunu'nda tanımlandığı üzere mevduat toplayamazlar ve mevduat toplama sonucunu verecek iş ve işlemler yapamazlar,*

b) *Bu Tebliğ'de izin verilen işlemler dışında ticari , sınai veya zirai faaliyetlerde bulunamazlar,*

c) *Bu Tebliğ'de izin verilen yatırım alanları ile sınırlı olmak üzere kendi adına portföy işletmeciliği faaliyeti dışında sermaye piyasası faaliyetinde bulunamazlar,*

d) *Hiç bir şekilde gayrimenkullerin inşaat işlerini kendileri üstlenemez, bu amaçla personel ve ekipman edinemezler. Ancak yürütülen projelerin kontrol işleri dahili olarak yürütülecekse bu amaçla istihdam edilen personel kapsam dışındadır.*

e) **(Değişik: Seri: VI, No: 17 sayılı Tebliğ ile)** *Hiçbir surette otel, hastane, alışveriş merkezi, iş merkezi, ticari parklar, ticari depolar, konut siteleri, süper marketler ve bunlara benzer nitelikteki gayrimenkulleri ticari maksatla işletemez ve bu amaçla personel istihdam edemezler. Ancak, 32.nci maddenin birinci fıkrası³¹² kapsamındaki faaliyetler ve bu faaliyetler nedeniyle istihdam edilen personel bu bent kapsamında değerlendirilmez.*

f) *Kendi personeli vasıtasıyla portföye konu olan veya olacak projeler hariç olmak üzere başka kişi ve kuruluşlara proje geliştirme, proje kontrol, mali fizibilite, yasal izinlerin takibi ve buna benzer hizmetler veremezler.*

Bu madde ile düzenlenen ve yine tek tek örnekleme, kazuistik sisteme uygun şekildeki düzenlemeler GYO için yasak işleri düzenlerken tebliğin 26. maddesi de yatırımlara ilişkin yasakları düzenlemiştir. Yatırımlara ilişkin yasaklar başlıklı 26. maddeye göre GYO;

a) *Hiç bir şekilde hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların sermayesine ve yönetimlerine hakim olma amacı güdemez ve hiç bir ortaklıkta sermaye veya oy haklarının %5 inden fazlasına sahip olamazlar,*

³¹²Tebliğ md.32-Ortaklık portföyünde kira geliri elde etme amacına yönelik gayrimenkuller olması halinde, söz konusu gayrimenkullere veya onların bağımsız bölümlerine ilişkin olarak güvenlik, temizlik, genel idare ve buna benzer nitelikteki temel hizmetler kiracılara ortaklık tarafından sunulabileceği gibi, ortaklık ile bir işletmeci şirket arasında bu tür hizmetlerin sunulması amacına yönelik bir sözleşme yapılması da mümkündür. Ortaklık portföyünde yer alan gayrimenkuller ve gayrimenkul projelerinin pazarlanmasına ve değerinin artırılmasına yönelik olarak yapılacak reklam ve promosyon faaliyetleri temel hizmet kapsamındadır.

- b) *Altın ve kıymetli madenlere yatırım yapamazlar,*
- c) *Borsa'da veya Borsa dışı teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmeyen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapamazlar. Sermaye piyasası araçlarının alım satımlarının Borsa kanalıyla yapılması zorunludur,*
- d) *Mala dayalı vadeli işlem sözleşmelerine veya mala yatırım yapamazlar,*
- e) *Menkul kıymetleri açığa satamazlar, ödünç menkul kıymet işlemi yapamazlar,*
- f) *Türev araçları kullanarak korunma amacını aşan işlemler yapamazlar,*
- g) **(Değişik: Seri: VI, No: 17 sayılı Tebliğ ile)** *Kanunen ödemekle yükümlü oldukları vergi, harç ve benzeri diğer giderler hariç olmak üzere varlıkların portföye alımı ve portföyden satımı sırasında varlık değerinin %3'ünü aşan komisyon ücreti ve benzeri giderler yapamazlar.*
- h) **(Değişik: Seri: VI, No: 17 sayılı Tebliğ ile)** *Herhangi bir şekilde, devredilebilmesi konusunda bir sınırlamaya tabi olan varlıklara ve haklara yatırım yapamazlar.*
- ı) **(Ek: Seri: VI, No: 17 sayılı Tebliğ ile)** *Sürekli olarak kısa vadeli gayrimenkul alım satımı yapamazlar.*

Tebliğde belirlenenler dışında GYO faaliyet konusuyla bağdaşmayan hiçbir işlemi tıpkı anonim ortaklıklarda olduğu gibi yapamayacaktır.

II-HUKUKA AYKIRI İŞLEMLERİN HUKUKİ SONUÇLARI

GYO yukarıda sıralanan emredici hükümlere, TTK düzenlemelerine, SPK mevzuatına ve tebliğ hükümlerine aykırı hareket ettiğinde bir takım yaptırımlara maruz kalacaktır. GYO faaliyetlerini yürütürken hukuki işlemler yaparak hukuk süjeleriyle ilişkilere girecektir. Anonim ortaklıklarda olduğu gibi GYO'nda da ortaklığın kanuni temsilcisi ve icra organı yönetim kurulu olduğundan yaptığı hukuki işlemlerde sorumluluğu doğacaktır. Yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğunun belirlenmesi ortaklığı, pay sahiplerini ve ortaklıkla işlem yapan 3. kişiler için önemlidir. Ortaklıkla işlem yapan 3. kişilerin küçük yatırımcı olması da sorumluluğun önemini daha da arttıracaktır.

Sermaye piyasasının ülkemizde henüz derinleşmediği, yeterli bilgi ve teknik donanıma sahip olunmadığı göz önünde bulundurulduğunda kamuyu aydınlatma

ilkesinin yatırımcılara güven sağlamak açısından yeterli olmayacaktır.³¹³ Sermaye piyasası yatırımlara açısından küçük tasarruf sahiplerine sağlanması gereken en önemli unsur güvendir ve bu unsur talebi gözardı edilemeyecek şekilde etkileyecektir. SPK ve Kurul tebliğleri faaliyet ilkelerini belirlerken bu unsura hizmet etmeyi amaçlamalı ve bu doğrultuda yatırımcıyı koruyucu hükümlere yer vermelidir. Zira ülkemizin lokomotif sektörlerinden biri olan inşaat sektörü ülkenin gelişimi ile konut ve işyeri ihtiyacını karşılamak zorundadır. Bu durumda küçük yatırımların büyük değerdeki gayrimenkul yatırımlarına aktarılması, düzgün işleyen bir GYO sistemiyle mümkündür.³¹⁴

Bir taraftan da ticaret ortaklığı olan GYO, pay sahiplerine kazanç sağlama amacı gütmektedir. Bu açıdan pay sahipleri ile kazancın paylaşılması da gayrimenkul yatırımlarının kurumsallaşmasıyla yerine getirilebilecektir. Gayrimenkul yatırımları değeri yüksek yatırımlar olduğundan en önemli sorun finansman sağlayabilmektir. GYO'na finansman sağlamayabilmek için hukuki temelini sağlam olması ve yatırımların bu alana çekilmesi için yatırımcının kuruma güvenin sağlanması çok önemlidir. GYO'nun faaliyet ilkelerini düzenleyen GYO'na ilişkin esaslar tebliğ iken, yatırım ilkeleri SPK ile belirlenmiştir. Hal böyle olunca bu düzenlemeler ile getirilen ilkeler ve yaptırımlar büyük önem arz edecektir.

GYO'nun yatırımcı açısından önemi göz önünde bulundurulduğunda, öngörülen yaptırımların TTK yaptırımlarından daha ağır olması gerekmektedir. Yani TTK'da düzenlenen sorumluluk hükümlerinden daha ağır, suç oluşturan fiillerin cezalarının daha ağır ve son olarak hasız fiil tazminatlarının daha ağır olması gerekmekte ve SPK ile Kurul Tebliğleri bunları sağlayan düzenlemelere sahip olmalıdır. Böylece ülkemiz insanın gayrimenkule olan tutkusu GYO'na yapılan yatırımlar ile daha da güçlü bir hal olmuş olacaktır.³¹⁵

Bu durumda GYO TTK'nda belirlendiği gibi tüm işlemlerinde basiretli tacir sıfatıyla hareket edecek, objektif özen yükümüne uyacak, bir yandan da SPK'na göre örtülü kazanca neden olacak işlemlerden kaçınmak zorundadır. SPK, TTK'na göre özel

³¹³ TTK'nda bilgi alma hakkındaki hükümler de son derece yetersizdir.Amerikan Hukukunda SEC'in müdahalesi sadece yetersiz ve eksik bilgi verilmesi halinde ortaya çıkarken, menkul kıymetlerin verimliliği ve sağlamlığı konusundaki karar yatırımcınıdır. Buna karşılık bizim hukukumuzda Kurul hakla arzın kamu yararına olup olmadığını da denetlemektedir. **KABAALIOĞLU**, Haluk, Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 1985, s.137,**YASAMAN**, a.g.e, s. 169

³¹⁴ **TUNCEL**, a.g.e,s.16

³¹⁵ **BELEN**, a.g.e, s. 328

kanun durumunda olduğundan özel normun üstünlüğü ilkesi gereği SPK da düzenlenen yaptırımlar uygulama alanı bulacaktır.

GYO bir hukuk süjesi olarak hak ehliyetine sahip olduğu için haklar edinebilecek ve borç altına girebilecektir. Bu durumda malvarlığıyla sorumluluğu düzenleyen, hukuki işlemlerdeki akdi sorumluluk, haksız fiil ve sebepsiz zenginleşme sorumluluğu ve özel hukukun tüm kuralları GYO için bağlayıcı olacaktır. Ayrıca iç ilişkide hukuka aykırılığın pay sahiplerinin malvarlığında yarattığı eksikliğin giderilmesinde ise TTK düzenlemelerine başvurulacaktır. Buna göre GYO TKK'ya göre basiretli bir iş adamı gibi davranacak (TTK md.20/II), objektif özen yükümlülüğüne uyacak(TTK md.320), şirket defterlerini düzenli olarak tutacaktır(TTK md.325,326). Yani TTK ve ilgili mevzuattan doğan tüm emredici kurallar bu konudaki düzenlemelerdir.

Tüm bunların yanında GYO halka açık anonim ortaklık olarak, SPK düzenlemelerine bağlıdır. Bu durumda piyasa düzenlemelerinin emredici hükümleri devreye girecektir.

A-İşleme Yüklenen Hukuki Sonuç

GYO organları aracılığı ile yürüttüğü işlem ve eylemlerinden dolayı kendi yapmış gibi tüzel kişilik olarak sorumludur. Bu durumda hukuka uygun ve aykırı işlemler açısından sonuç hep aynıdır. Başka bir deyişle hukuka aykırı eylem ve işlemlerinin sonuçları MK hükümleri uyarınca tüzel kişiliği etkileyecektir. Anonim ortaklık olan GYO'nun hukuki işlem ve eylemlerini icra organı yönetim kurulu yerine getirirse de işlemde zarar gören kişiler direk ortaklığa başvuracaklardır. Yani GYO'nun taraf olduğu sözleşmelerde borca aykırı davranıldığı zaman işlemi yapan yönetim kurulu üyelerine değil, doğrudan ortaklığa başvurulacaktır.³¹⁶

GYO'nun tüzel kişilik bir sermaye ortaklığı olmasının yanında sermaye piyasası kurumu olması, faaliyet sahasının daraltılmış olması ve bu saha içinde hareket etmesi yani ultra vires ilkesine uygun faaliyetlerini yürütmesi, ana sözleşmede belirtilen işgal konusuyla sınırlı hareket etmek zorundadır. Ultra Vires ilkesine göre kurucular; şirketin ehliyetinin sınırlarını, esas sözleşmeyi hazırlarken çizmektedirler. Bu sınır belirli bir şekilde tespit edilir ve sınır dışı işlemler ultra vires olur, yani ortaklığı bağlamaz başka

³¹⁶ BELEN, a.g.e, s.324

bir deyişle ortaklık bakımından yoklukla sakattır. Öyle ki, ortaklık bu işleme sonradan istese dahi icazet veremez. Ancak ana sözleşmesindeki konu maddesini değiştirip, o işlemi kapsar hale getirmesi ve işlemi yeniden yapması gerekir.³¹⁷

Ultra vires işlem, yok hükmünde olduğundan, tarafların bu işlemi ifa etmeleri ya da bu işleme dayanarak dava açmaları veya herhangi bir hak talep etmeleri de mümkün değildir.³¹⁸

GYO taraf olduğu hukuki işlemlerde hükümsüzlük, iptal, dönme gibi sonuçları da bir özellik taşımamaktadır. MK ve BK'nun ilgili hükümleri bu durumlarda uygulama alanı bulacaktır. GYO'nun yapmış olduğu akitlerden dolayı sorumluluğu ise, yine genel hükümlere göre çözüme bağlanacaktır. Örneğin GYO'nun iki taraf borç yükleyen sözleşmelerde temerrüde düşmesi BK md.106-108 hükümleriyle çözümlenecektir.

B-Ortaklığa Yüklenen Hukuki Sonuç

Sermaye Piyasası kurumlarından biri olan GYO'nun, sermaye piyasası kurumlarının faaliyet ilkelerine aykırı davranması sonucunda uygulanacak yaptırımlar SPK ile düzenlenmiştir. SPK halka açık anonim ortaklıkların, halka açılma sonucunda tasarruf sahiplerinin ortaklığın kazancına katılması nedeni yaptırımların genel kanunlara göre ağırlaştırılmasını öngörmüştür. SPK mevzuatında birçok konuda genel kanunlara atıflar yapılmış olsa da piyasanın nitelikleri ve işleyişi bazı farklılıkların hukuki düzenlemelerle ortaya konulması zaruretini doğurmuştur. Uygulanacak yaptırımlarda gerekli önlemleri alacak Sermaye Piyasası Kurul'unun varlığı, onu ihtilaflarda dava açmaya da yetkili kılmaktadır.³¹⁹

Sermaye piyasası düzenlemeleri ile GYO'nun hukuka aykırı işlem ve eylemlerde bulunması durumunda önce bu durum tespit edilerek, aykırılığın giderilmesi için gerekli önlemler alınarak işlemi yapan sorumlularla ilgili işlemler yapılacak ve gereken durumlarda geçici ve sürekli olarak faaliyetin durdurulabilecek, yetkiler kaldırılabilir hatta tasfiye ve iflasa kadar gidilebilecektir. Bu ağır yaptırımların sebebinin

³¹⁷ **POROY/TEKİNALP/ÇAMOĞLU**, a.g.e, s: 100

³¹⁸ **MORSE** Geoffrey; Charlesworth's Company Law, London 1987, s.52

³¹⁹ **SÜMER**, Ayşe, Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat, İstanbul 1998, s.95, **YASİN**, a.g.e, s.211

yatırımcıların korunması ve onların piyasaya güvenlerinin sağlanması olduğunu belirtmiştik.³²⁰

GYO hukuka aykırı işlemler ve eylemlerde bulunup bulunmadığının denetimi SPK md. 22 ile Kurul'a bırakılmıştır. SPK yaptığı değişikliklerle Kurul'un denetleme yetkisini oldukça genişletmiştir. Önceden sadece hukuka aykırılığı yetkili mercilere bildirmek ve yaptırımlar konusunda mütalaa vermek olduğu halde değişiklikler sonrası Kurula dava açma, geçici ve sürekli durdurma, yetkileri kaldırma gibi önemli yetkiler tanınmıştır.³²¹

GYO'na uygulanacak yaptırımların SPK düzenlemelerinin kademeli bir şekildedir. Başka bir deyişle hukuka aykırılığı doğuran işlem veya eylemde bulunduğu zaman verilen ceza, aynı eylemin tekrarı halinde daha ağır yaptırımlar kademeli olarak uygulanacaktır.³²²

1-Faaliyetin Durdurulması

Kurul'un, SPK'nun öngördüğü şekilde izleme, inceleme ve denetlemeler sonucunda;SPK md.46/g uyarınca *“Sermaye piyasası kurumlarının mevzuat, esas sözleşme ve içtüzük hükümlerine aykırı faaliyetlerinin tespit edilmesi halinde, ilgililerden, aykırılıkların giderilmesi ve kanuna, işletme amaç ve ilkelerine uygunluğun sağlanmasını istemeye; aykırılıkta sorumluluğu tespit edilen kurum görevlilerinin, haklarında kovuşturmayla 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,”* aynı maddenin h bendinde ise *“Sermaye piyasası kurumlarının, mali yapılarının ciddi surette zayıflamakta olduğunun tespiti halinde; verilecek uygun süre içinde, mali durumlarının güçlendirilmesini istemeye; kurum görevlilerinin imza yetkilerini sınırlandırmaya veya kaldırmaya; verilen bu süre içinde, bu kurumlar tarafından gerekli tedbirlerin alınmaması halinde veya mali durumlarının taahhütlerini karşılayamayacak kadar zayıflamış olduğunun tespiti halinde gerekli tedbirleri almaya, herhangi bir süre vermeksizin kurumların faaliyetlerini geçici olarak durdurmaya veya*

³²⁰ YASİN, a.g.e, s.215

³²¹ TANÖR, a.g.e, s.416

³²² YASİN, a.g.e,s.215, OĞURLU, Yücel, İdari Yaptırımlar Karşısında Yargısal Korunma, Ankara 2000, s.170-173

sürekli olarak durdurur yetkilerini kaldırmaya; bu tedbirlerden netice alınmadığı takdirde tedrici tasfiyelerine karar vermeye ve tasfiyenin bitmesini takiben gerektiğinde veya tedrici tasfiyeye gitmeksizin doğrudan iflaslarını istemeye” yetkili olduğu düzenlenmiştir. Faaliyetin durdurulması yaptırımını düzenlerken Kurula da geçici veya sürekli faaliyetin durdurulması konusunda takdir yetkisi tanımıştır.

GYO da sermaye piyasası kurumlarından biri olduğu için faaliyetin durdurulması yaptırımıyla karşılaşabilecektir. Ancak SPK md.46 ile getirilen kademeli yaptırım sistemi uyarınca faaliyetin durdurulması en son yaptırımdır. Bu yaptırımın uygulanabilmesi için Kurul öncelikle aykırılıkların giderilmesi için gerekli tedbir ve önlemleri almalıdır.³²³

GYO'nun faaliyetininin geçici veya sürekli durdurulabilmesi için mevzuat, esas sözleşme ve içtüzük hükümlerine aykırı faaliyetlerde bulunduğu veya mali yapılarının ciddi surette zayıflamakta olduğunun tespit edilmesi gerekmektedir.

GYO'nun faaliyetin durdurulmasına yol açacak hukuka aykırılık halleri belirlenirken öncelikle sermaye piyasası kurumu olarak mevzuat, esas sözleşme ve iç tüzük hükümlerine aykırı faaliyetlerde bulunması durumları gelecektir. Çok genel bir şekilde düzenlenen bu hükmün içeriğine gelinecek olursa GYO'nun faaliyetin durdurulması yaptırımı ile karşı karşıya kalacağı durumların belirtilmesi gerekmektedir. Mevzuata aykırı faaliyetlerde bulunması ile belirtilmek istenen sermaye piyasasına ilişkin yasal düzenlemeler ve emredici hükümlere aykırı eylem ve işlemleri gelmektedir. Esas sözleşme ise ortaklığın anayasası niteliğinde emredici hükümlere uygun olarak sözleşme serbestisi içinde oluşturulan ve ortaklığı bağlayan yedek kurallar koyan kaynaktır.³²⁴ Yani GYO SPK'nun çizdiği sınırlarla portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunan bir yatırım ortaklığı türü olarak; öncelikle emredici hükümlere ve ardından esaslarını düzenleyen tebliğ hükümlerine uygun faaliyetlerde bulunacak bu faaliyetlerin sınırları ise ortaklık esas sözleşmesi ile belirlenecektir. İç tüzük meclis, dernek, ortaklık gibi kuruluşların ya da herhangi bir daire ya da kurumun iç işleyişini düzenleyen ve yalnızca bu yapıları bağlayan kurallar bütünüdür. Ortaklık iç tüzüğü, kanun ve ana sözleşme hükümlerine aykırı olmadan yazılı bir şekilde düzenlenecektir. İç tüzük genel kuralların açıklanmasına hizmet eder. GYO faaliyetlerini iç tüzük düzenlemelerine de

³²³ OĞURLU, a.g.e, s.65,

³²⁴ BAHTİYAR, AO, s.53

uygun olarak yürütmelidir. Tüm bunlara aykırılık faaliyetin durdurulmasına yol açabilecektir.³²⁵

GYO faaliyetlerinin durdurulmasını gerektirebilecek hukuka aykırı faaliyetlerde bulunduğu, Kurul bunun tespit edilmesi için bir tespit davası açmak zorundadır. Tespit davası davacının; bir hukuki ilişkinin ya da hukuka aykırılığın varlığı, yokluğu veya içeriği hakkında tespit hükmü elde etmek için açtığı davaya denir. Tespit davası ile davalı bir şeyi yapmaya bir şeyden kaçınmaya mahkum edilemez, sadece aradaki hukuki ilişkinin varlığı ya da yokluğu veya tereddütlü olan içeriği tespit edilir.³²⁶ İşte GYO'nun faaliyetlerinin durdurulmasından önce hukuka aykırı işlemlerinin Kurulun açacağı tespit davası ile tespit edilmesi sakat bir işlemle yaptırım uygulama ihtimalini ortadan kaldıracığından, Kurul bu konuda kendisine verilmiş takdir yetkisini kullanabilecektir.

SPK 46. maddesinin a ve c bendinde belirtilen hukuk aykırı işlem veya eylemlerin varlığı halinde Kurul'a verilen bir diğer yetki de hukuka aykırı işlemin iptali için dava açmaktır. Maddenin a bendinde iptal davası açılacak hukuka aykırılıklar izinsiz sermaye piyasası işlemleridir c bendinde ise sermayenin azalmasına veya kaybına yol açan işlemler olarak belirtilmiştir. Açılacak dava tespit tarihinden itibaren üç ay, olayın vukuu tarihinden itibaren ise 1 yıldır. Kurul dışında işlemde zarar görenlerin dava hakkı aynı madde ile saklı tutulmuştur.

Tespit davası ve iptal davası açmak dışında Kurul SPK md 46/g ve h bentlerinde belirtildiği gibi başkaca önlemler de alabilecektir. G bendi Kurul'un "*Sermaye piyasası kurumlarının mevzuat, esas sözleşme ve içtüzük hükümlerine aykırı faaliyetlerinin tespit edilmesi halinde, ilgililerden, aykırılıkların giderilmesi ve kanuna, işletme amaç ve ilkelerine uygunluğun sağlanmasını istemeye; aykırılıkta sorumluluğu tespit edilen kurum görevlilerinin, haklarında kovuşturmaya geçildikten sonra yargılama sonuçlanıncaya kadar imza yetkilerini sınırlandırmaya veya kaldırmaya;*" h bendinde ise "*Sermaye piyasası kurumlarının, mali yapılarının ciddi surette zayıflamakta olduğunun tespiti halinde; verilecek uygun süre içinde, mali durumlarının güçlendirilmesini istemeye; kurum görevlilerinin imza yetkilerini sınırlandırmaya veya*

³²⁵ BELEN, a.g.e, s.337

³²⁶ PEKCANITEZ/ATALAY/ÖZEKEŞ, Medeni Usul Hukuku, Ankara 2001, s.274, KURU, Baki, Tespit Davaları, Ankara 2003,s.21

kaldırmaya; verilen bu süre içinde, bu kurumlar tarafından gerekli tedbirlerin alınmaması halinde veya mali durumlarının taahhütlerini karşılayamayacak kadar zayıflamış olduğunun tespiti halinde gerekli tedbirleri almaya,” yetkili olduğu belirtilmiştir.

Ancak konusunda uzman portföy yönetici GYO'nun alınacak önlemleri belirlemesi Kurul'un belirlemesinden çok daha sağlıklı olacak ve Kurul'un belirlemesine gerek kalmayacaktır. Ancak söz konusu hükümler yine yatırımcının piyasaya olan güvenin sağlanması açısından düzenlenmişlerdir.

GYO'nun faaliyetlerinin sürekli olarak durdurulmasından önce alınacak bu tedbir, ortaklığın mali durumunun ciddi bir şekilde bozulduğu hallerde, durumun niteliklerine göre farklılık arzetseler de alınması gereken tedbirler sermayenin tamamlanmasını ve mali durumun güçlendirilmesini sağlayabilecek özellikte olmalıdır. Bu durumda GYO sermaye artırımına gitmek, portföyündeki gayrimenkulleri elinden çıkarmak ya da geliştirdiği bir takım projeleri ertelemek durumunda kalmakla beraber TTK md.324'te belirtilen önlemleri alması Kurul tarafından önerilebilecektir. Ancak bu tedbirler, mali durumun GYO'nun taahhütlerini karşılayamayacak kadar kötü durumda olması durumunda önerilemeyeceklerdir. Mali durum ortaklığın Kurul'a vermek zorunda olduğu dönemsel tablo, rapor ve bağımsız denetim raporlarındaki saptamalar karşılaştırılarak, malvarlığın tüm aktif ve pasifleri göz önünde bulundurularak saptanacaktır.³²⁷

Hukuka aykırı işlem veya eylemlerde sorumluluğu bulunan şirket görevlilerin imza yetkilerinin alınması şeklindeki tedbir, ilgililerin daha fazla aykırı işlemlerde bulunmasını ve bu şekilde ortaklığa, pay sahiplerine veyahut da yatırımcıya zarar vermelerini önlemek bu şekilde de piyasa güvenliğinin sağlanmasıdır. Ortaklıklarda imza yetkilisi olan kişiler ifadesi ile akla ilk gelen yönetim kurulu üyeleridir. Ancak ortaklıkta imza yetkisine sahip başka yetkililer de olabilir. Bu kişilerin imza yetkilerinin kaldırılması temsil yetkisinin kaldırılmasıdır. İmza yetkisi kaldırılan kişiler, ortaklık nam ve hesabına bağlayıcı eylem ve işlemlerde bulunamayacaklardır. İmza yetkisi kaldırıldığı halde GYO'nun iştirak konusuna giren bir işlemi yapan görevli için BK'nda düzenlenen yetkisiz temsil hükümleri geçerli olacaktır. Yani görevli başkası adına hareket etmesine rağmen onun ya temsil yetkisi hiç yoktur, kendisine böyle bir yetki ne kanun ile ne hukuki bir

³²⁷ TÜRK, Ahmet, Anonim Ortaklıkta Sermaye Kaybı ve Borca Batıklığın Hukuki Sonuçları, Ankara 1999, s.32 vd.

işlem ile verilmiştir, ya kendisine verilmiş olan temsil yetkisini aşmıştır, ya da temsil yetkisi sona erdiği halde sanki bu yetki devam ediyormuşçasına temsil ettiği kimse adına başkası ile işlem yapmıştır. Bütün bu hallerde yetkisiz temsil söz konusu olur.³²⁸

Ayrıca SPK md.46/4'e göre yetkileri kaldıran görevliler, haklarındaki yargılama sonuçlanıncaya kadar Kurulun izni olmadıkça hiçbir sermaye piyasası kurumunda imzaya yetkili personel olarak çalıştırılmazlar. Zira bu kişilerin işlem yapmaları işlem ve piyasa güvenliği açısından sakıncalıdır.

Tüm bu alınan tedbirler hukuka aykırı faaliyetlerin ve sonuçlarının ortadan kaldırılmasını ve mali durumun düzeltilmesini sağlayamadıkları takdirde faaliyetin durdurulması ortaklık açısından kaçınılmaz sonuç olacaktır. Faaliyetin geçici veya sürekli durdurulacağına ilişkin karar Kurul'un takdir yetkisine bırakılmıştır. Kurul'un takdir yetkisi ile aldığı kararlara karşı, onun bir idari kurum olmasından ötürü yargı yolu açıktır. Yani faaliyeti geçici veya sürekli durdurulan GYO Kurul'un bu kararına karşı idari yargıda dava açabilecektir.³²⁹

Geçici durdurma kararı ile hukuka aykırılık giderilir veya mali durum güçlendirilirse, geçici durdurma kararı kendiliğinden kalkmayacak Kurul'un bu yöndeki kararı vermesi ve işlemleri yapması gerekmektedir. Kurul bu yükümlülüğünü yerine getirmedeği takdirde GYO kararın kaldırılması için idari yargıya başvurabilecektir.

Mali durumu ciddi şekilde zayıflamış GYO'nın faaliyetinin durdurulmasına karar verildiğinde malvarlığı üçüncü kişilere devredilemez, rehnedilemez, teminat gösterilemez, haczedilemez, başlamış tüm icra takipleri de kendiliğinden durur (SPK md.46/2). Ancak bu süre içinde malvarlığını azaltıcı herhangi bir tasarruf işlemi de yapılamayacaktır. Ortaklığın tasarruf yetkisi bulunmamaktadır. Maddenin gerekçesinde bu hükümle hedeflenenin, alacaklıların haklarının korunması ve kurumun malvarlığını azaltacak işlemlerin önlenmesi olduğu belirtilmiştir. Zira GYO'nın küçük yatırımcının tasarruflarının toplanmasını hedefleyen ve sermayesinin en az %49 oranında halka açılması gereken bir kurum olması nedeniyle sürekli kamunun aydınlatılması ilkesiyle faaliyet gösteren uzman bir portföy yönetim şirketinin malvarlığında ciddi bir azalma söz konusu olduğunda, bunu önlemek için alınması gerekli tedbirlerin önemi göz

³²⁸ BELEN, a.g.e, s.342-343 Yetkisiz temsil konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. OĞUZMAN/ÖZ, a.g.e, s.181 vd.

³²⁹ YASİN, a.g.e, s. 226

önünde bulundurulduğunda malvarlığı üzerinde tasarruf yetkisinin kaldırılması yerinde bir düzenlemedir. Ancak Yatırımcıları Koruma Fonu ve Kurulun yapacağı işlemlerin maddede istisna olarak gösterilmesi de yatırımcının korunmasının bir gereğidir. Tedrici tasfiye durumundaki GYO'nın yetkililerin de imza yetkileri Kurul tarafından ellerinden alınmış olduğundan bundan sonraki işlemlerini ancak Yatırımcıları Koruma Fonu ve Kurul yapmaya yetkilidir. Bunlar sadece tasfiyeye yönelik işlemleri yürütmekle ve yatırımcıların korunması için gerekli önlemleri almakla yükümlüdür. SPK md. 46/3 uyarınca *“Sermaye piyasasında izinsiz olarak faaliyette bulunduğu, yetki belgeleri iptal olduğu veya faaliyetleri geçici olarak durdurulduğu halde ticaret unvanlarında, ilan ve reklamlarında, sermaye piyasasında faaliyette buldukları itibarıyla yaratacak kelime veya ibare kullanıldığının tesbiti halinde sorumlular hakkında cezai kovuşturma yapılmakla birlikte, gecikmesinde sakınca bulunan hallerde, Kurulun talebi üzerine en büyük mülki amirlerce bunların işyerleri geçici olarak kapatılabileceği ve ilan ve reklamları durdurulabileceği gibi, kanuna aykırı belgeleriyle, ilan ve reklamları toplatılabilir.”* Bu düzenleme Kurul'un alması gereken en önemli önlemlerden biridir.

Sonuç olarak faaliyetin durdurulması ortaklığın faaliyet sahasını sadece faaliyetin durdurulmasına yol açan aykırılıkların giderilmesi için faaliyetlerde bulunabileceği şekilde kısıtlamaktadır .

2-Tedrici Tasfiye ve Doğrudan İflas

Mali durumu ciddi bir şekilde zayıfladığı tespit edilen GYO bundan sonra iflas sürecine girecektir.GYO iflas ve konkordato açısından İİK hükümlerine bağlı bir tacirdir. Yani sermaye piyasası mevzuatı hükümleri özel hüküm niteliğinde olduğundan İİK hükümlerini kaldırmayacaktır. ³³⁰ Ancak GYO için öngörülen tedrici tasfiye İİK ilkelerinden farklı esaslara bağlı olup TTK hükümlerinden tamamen farklıdır. İİK'nda düzenlenen iflas ve konkordato GYO alacaklılarını korurken, sermaye piyasası düzenlemeleri küçük yatırımcıyı korumaktadırlar.

GYO hukuka aykırı faaliyetlerde bulunduğu ve bu faaliyetlerinin doğurduğu sonuçlar giderilemediğinde iflası istenecektir. Ticaret mahkemesi tarafından iflasına karar verilen bir borçlunun (müflisin), haczedilebilen bütün mal varlığının, cebri icra yoluyla paraya çevrilerek, bundan bilinen bütün alacaklılarının tatmin edilmesini

³³⁰ KURU/ASLAN/YILMAZ, İcra ve İflas Hukuku, Ankara 2007, s.503 vd.

sağlayan toplu bir cebri icra yoludur. GYO'nun iflası için doğrudan iflas yolu seçilecektir. Alacaklının, öncelikle icra dairesine başvurup iflas takibi yapmadan ticaret mahkemesinde iflas davası açtığı usule doğrudan doğruya iflas yolu denilmektedir. Bazı durumlarda, alacaklının borçluya karşı bir iflas takibinde bulunması, icra dairesinin borçluya iflas ödeme emri göndermesi, ödeme emrindeki sürelerin beklenmesi alacaklının alacağına kavuşmasını tehlikeye sokabilir veya borçlunun borcunu ödemeyeceği önceden kuvvetle tahmin edilmektedir. Bu gibi hallerde alacaklının doğrudan ticaret mahkemesinde iflas davası açarak borçlunun iflasını isteyebilmesi gerekir (İİK md.177/1). Ancak GYO'nun iflasının istenmesi yetkisi Kurul'a verilmiştir. Taahhütlerini karşılamayacak ölçüde mali durumu kötüleşen GYO'nun iflası Kurul tarafından talep edilecek böylece iflas süreci başlayacaktır.³³¹

GYO mevzuat ve sözleşme hükümlerine aykırı faaliyetlerde bulunduğu veya mali durumunun ciddi şekilde zayıflaması durumunda diğer bir yaptırım da şirketin tasfiyesine karar verilmesidir. Yani GYO'nun mali durumu iyice zayıflayacak, yetkileri kaldırılacak ve alınan tedbirlerden de sonuç alınamadığı için tasfiyesi istenecektir.³³² Tasfiye kavram olarak, anonim ortaklığın mal varlığının paraya çevrilmesi, ortaklık alacaklarının tahsil edilmesi, borçların ödenmesi ve geriye bir bakiye kalıyorsa, bunun tasfiye payı hükümlerince, pay sahiplerine dağıtılması ve ortaklığın kaydının sicilden silinmesi işlemlerinin tümü olarak vasıflandırılabilir.³³³ Tasfiye kapsamına giren işlemler ise, tasfiye gayesinin gereği olan ve bu gaye ile sınırlı bulunan işlemlerdir. Bunlar, başlanmış işleri tamamlamak, pay bedellerini ve diğer alacakları tahsil etmek, aktifleri paraya çevirmek, şirketin borç ve taahhütlerini yerine getirmek, tasfiye hasılatını bankaya yatırmak gibi işlemlerdir (TTK md. 230). Bu işlemlerin dışına çıkmak, tasfiye gayesi ile bağdaşmaz. Bu sebeple tasfiye gayesi ile sınırlı olarak, kanunda sayılanların haricinde yapılan işlemler, tasfiye gayesiyle yapıldığı ispat edilmedikçe anonim şirketi bağlamaz. Bu işlemlerin hukuki sonucu ve işlemlerden doğan sorumluluk, işleri yapanlara aittir.³³⁴

GYO'nun tasfiyesine ilişkin açık hüküm bulunmamakla beraber SPK md.46/B-1 "*Kanunun 46 ncı maddesinin birinci fıkrasının (h) bendi uyarınca yetkileri kaldıran aracı kurumların tedrici tasfiyelerine Kurulca karar verilebilir. Bu kurumların tasfiye işlemleri*

³³¹ Anonim şirketlerin iflası için bkz. **ATALAY**, Oğuz, Anonim Şirketlerin İflası, İzmir 1996, s.12

³³² **KAYAR**, İsmail, Anonim Ortaklıklarda Mali Durumun Bozulması ve Alınacak Tedbirler, Konya 1997, s.193

³³³ **POROY/TEKİNALP/ÇAMOĞLU**, a.g.e, s.822

³³⁴ **ÇEVİK**, Orhan Nuri, Sermaye Piyasası Mevzuatı, Ankara 2000, s.89

Yatırımcıları Koruma Fonu tarafından yürütülür.” hükmüne göre tasfiye işlemleri yürütülecektir. TTK ve İİK düzenlemelerinin sermaye piyasası yapısına uygun olmayışı nedeniyle tasfiye bu kanun düzenlemelerine bağlı olmadan SPK md.46/B uyarınca yapılacaktır. Maddede düzenlenen tedrici tasfiye özel bir tasfiye usulüdür. Tedrici tasfiyenin amacı, aracı kurumların mal varlığını işin niteliğine göre aynen veya nakde çevirmek suretiyle elde edilen bedeli tahsis ederek, Kanun çerçevesinde yaptıkları sermaye piyasası faaliyetleri nedeniyle müşterilerine karşı olan nakit ödeme ve sermaye piyasası araçları teslim yükümlülüklerini tasfiye etmektir. Tedrici tasfiye karar ve işlemlerinde Türk Ticaret Kanunu, İcra ve İflas Kanunu ve diğer mevzuatın tasfiye ile ilgili hükümleri uygulanmaz. Aracı kurumların tedrici tasfiyelerinin uygulama usul ve esasları, Kurulca hazırlanan bir yönetmelikte gösterilir.

Hakkında tedrici tasfiye kararı verilen GYO'nun ödemeleri durur ve tüm mal varlığı üzerinde, bu karar tarihi itibarıyla sadece Fon tarafından tasarruf edilebilir. Fon, aracı kurumun aktif ve pasifini tespit eder. Aracı kurumun, tasfiye kapsamında yer alan yükümlülüklerinden, nakit borçları, tedrici tasfiye kararının verildiği tarihteki ana para ve işlemiş faizleri toplamı üzerinden; sermaye piyasası aracı teslim borçları ise, aynen teslimin yapılamayacağı hallerde, varsa teslimde temerrüde düşülen tarihteki, aksi halde tedrici tasfiye kararının verildiği gündeki piyasa değeri itibarıyla bulunacak nakit değerleri üzerinden hesaplanır. Aracı kurumun tedrici tasfiye kararının verilmesinden sonra vadesi gelen sözleşmelerinden doğan hak ve borçları da, vadeleri itibarıyla belirlenir. Aracı kurumun, vadeli borçlarına vadeden, diğer borçlarına ise tedrici tasfiye tarihinden itibaren 3095 sayılı Kanuni Faiz ve Temerrüt Faizine İlişkin Kanununun 2 nci maddesinin üçüncü fıkrasında öngörülen oranda kanuni temerrüt faizi yürütülür. Mevzuat uyarınca aracı kurum tarafından verilmiş teminatlar da, aktifin hesabında dikkate alınır. Fon, GYO'nun tasfiye kapsamında yer alan gerçek hak sahiplerini ve alacak tutarlarını, Kuruldaki kayıtlar, aracı kurumun kayıtları, bu kuruluşun ilgili olduğu diğer resmi ve özel kurumların kayıtları ile güvenilir bulunan diğer bilgi ve belgelere dayanarak tespit eder.

Tedrici tasfiye sonrasında SPK md 46/1-h bendi uyarınca Kurul gerektiğinde iflasını talep edebilecektir. Yani iflas sebeplerinden birinin varlığı halinde Kurul GYO'nun iflasını isteyebilecektir. Tasfiye ve ardından iflas durumunda olan GYO için portföy kavramının önemi kalmayacaktır. Zira ortaklığın borçları ve alacakları toplanarak, tasfiye

konusunda daraltılmış işgal sahası uyarınca faaliyetlerde bulunacak borçlarının ödenmesi sonrası kalan miktar ortakların şahsi malvarlığına geçecektir.³³⁵

3-Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Olarak Faaliyette Bulunma Hakkının Kaybı

GYO'na ilişkin esaslar tebliği md 10/2 *“Birinci fıkrada belirtilen süreler içinde halka arz başvuru formunu ve formda belirtilen belgeleri tamamlayarak Kurula başvurmayan veya gerekli şartları sağlamadığı için başvurusu Kurulca uygun görülmeyen ortaklıkların, gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak faaliyette bulunma hakları ortadan kalkar. Ortaklıklar, ilgili sürenin bitiminden veya Kurulun olumsuz görüşünün kendilerine bildirildiği tarihten itibaren en geç üç ay içinde esas sözleşme hükümlerini gayrimenkul yatırım ortaklığı faaliyetini kapsamayacak şekilde değiştirmek ve kayıtlı sermaye sisteminden çıkmak üzere Kurula başvurmakla yükümlüdürler. Ortaklıklar bu değişiklikleri yapmadıkları takdirde, TTK'nın 434 üncü maddesinin birinci fıkrasının (2) ve (6) numaralı bentleri hükümleri gereğince müfeseh addolunur. Ancak Kurul, hisse senetlerinin ihraç edileceği piyasalarda önemli olumsuzlukların ortaya çıkması halinde ortaklığın başvurusu üzerine ilgili süreleri uzatabilir.”*

GYO tebliğ ile öngörülen sürelerde halka arzı gerçekleştirdiğinde kuruluş esaslarından birini de yerine getirmiş olacaktır. Ancak halka arzın ardından Kurul kaydına alınma başvurusu için gerekli belgeleri tamamlamayan, portföyünü oluşturmayan GYO TTK md. 434/l bent 2 ve 6 da düzenlendiği gibi ortaklık müfeseh olacaktır. Ancak tebliğ md.12/2 uyarınca *“Kurul, kayda alma başvurularını izahname ve sirkülerin ortaklık ve halka arz olunacak hisse senetlerine ilişkin mevzuatta öngörülen bilgileri içerip içermediğini dikkate alarak kamunun aydınlatılması esasları çerçevesinde inceler. Kurul, incelemeleri sonucunda açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı sonucuna varırsa, gerekçe göstererek başvuru konusu hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasından imtina edebilir. İncelemeler sonucunda uygun görülen hisse senetleri Kurul kaydına alınır. Kurul kaydına alınma, ihraç edilen hisse senetlerinin ve ilgili ortaklıkların, Kurul veya kamuca tekeffülü anlamına gelmez ve reklam amacıyla kullanılamaz.”* Ancak kurulun imtina konusunda gerekçe göstermesi ve gerekçenin objektif olması gerekmektedir. Kurul kayıttan imtina ettiği halde GYO hisse senetlerini halka arz ederse, SPK md. 46/a uyarınca Kurul *“Kurula kayıt yükümlülüğü yerine*

³³⁵ BELEN, a.g.e, s.351

getirilmeksizin yapılmış ihraç, halka arz ve satış işlemleriyle, izinsiz sermaye piyasası faaliyetlerinin durdurulması için gerekli her türlü tedbiri almaya; kayıt yükümlülüğüne uyulmaksızın yapılan halka arz ve satış sonucu satılan kısmın karşılığı ve satışı yapılacak senetler için her türlü teminattan muaf olarak ihtiyati tedbir ve ihtiyati haciz istemeye, tedbir ve haciz tarihinden itibaren altı ay içinde dava açmaya veya takip yapmaya; her türlü hukuki ve cezai sorumluluk saklı kalmak kaydıyla, izinsiz sermaye piyasası faaliyet ve işlemlerinin doğurduğu sonuçların iptali için tespit tarihlerinden itibaren üç ay, vukuu tarihlerinden itibaren bir yıl içinde dava açmaya” yetkilidir.

GYO uzman portföy yönetim şirketi olarak portföyünü süresinde oluşturması gerekmektedir. Portföyü süresinde oluşturma zorunluluğu, riskin dağıtılması ve uzun vadeli yönetim ilkeler açısından da önemlidir. Zira hisse senetleri halka arz edildiğinde yatırımcının yatırım fikrinin de gelişmesine hizmet edeceğinden süresinde portföy oluşturma zorunluluğunun getirilmesi kaçınılmazdır. GYO için tanınan süre ödenmiş sermayeleri 50 milyon YTL’ndan az olanların, kuruluşlarının veya esas sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilinden itibaren bir yıl, ödenmiş sermayeleri 50 milyon YTL ve üzerinde olup 100 milyon YTL’ndan az olanların, kuruluşlarının veya esas sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilden itibaren üç yıl ve en son olarak Ödenmiş sermayeleri 100 milyon YTL ve daha fazla olanların, kuruluşlarının veya esas sözleşme değişikliklerinin ticaret sicilinden itibaren beş yıl içinde portföy oluşturmaları gerekmektedir. (Tebliğ md. 10/1-a,b,c). Ancak bu sürelerde portföyünü oluşturamayan GYO’nın karşı karşıya kalacağı yaptırım GYO olarak faaliyette bulunma hakkının düşmesi gibi ağır bir yaptırım olacağından GYO bu sürelerin uzatılmasını talep edecektir. Sürenin uzatılması konusunda ise Kurula verilen takdir yetkisi keyfi bir şekilde kullanılmayacak, Kurul ancak objektif nitelikli haklı bir sebebin varlığı halinde süre uzatım talebini reddedecektir. Zira tebliğ kurula haklı sebep olarak hisse senetlerinin ihraç edileceği piyasalarda önemli olumsuzlukların ortaya çıkması durumunu uzatma talebini reddedemeyeceği bir gerekçe olarak sunmuştur. Ancak bu sunulan gerekçe çok genel bir ifade ile düzenlenmiştir. Zira yaşanan olumsuzluk tüm ülke çapında olabileceği gibi sadece gayrimenkul sektöründe de yaşanabilir. Örneğin turizm sektörüne hizmet vermek açısından ülkemizde terör sebebiyle yaşanan turizm problemlerini göz önünde bulundurduğumuzda bu süre uzatım talebinin kabulü için objektif bir gerekçe olacaktır. Haklı bir gerekçe olmadan Kurulun süre uzatım talebini reddetmesi durumunda GYO idare mahkemesine kararın iptali için dava açılabilir.

yürütmenin durdurulmasını talep edebilecektir. Yürütmenin durdurulması kararı tebliğin 10. maddesinde düzenlenen sürelerin işleyişini de durduracaktır.³³⁶

Ancak GYO için direk yaptırım uygulanması yatırımcı açısından da bir takım problem yaratacağından yaptırım kademeli olarak bir sürece yayılmıştır. Zira hisse senetlerinin değerinin düşmesine sebep olacak direk yaptırım uygulanması şu ana kadar uygulamada hiç görülmemiştir. Kurul direk yaptırım uygulamadan önce GYO'na aykırılıkları giderilmesini teklif edecektir. İşlemlerini sermaye piyasası mevzuatına ve faaliyet ilkelerine aykırı olarak yürüten GYO için düzenlenen yaptırımların sonucu ortaklığın faaliyetinin sona erdirilmesi olmayacak, kademeli bir süreç izlenecektir. Bu sürecin ilk ayağını aykırılıkları düzeltmek için ortaklığa süre verilmesi olacaktır. Verilen süre içerisinde aykırılıklar giderilemediği takdirde GYO daha ağır yaptırımlarla karşı karşıya kalacaktır. Aynı zamanda SPK md. 5/2 ye göre de *“Belgeler ve açıklamalardaki eksikliklerin Kurul tarafından belirlenecek bir sürede tamamlanması zorunludur. Noksanlıkları bu süre içinde tamamlanmayan başvurular düşer.”*

GYO'na tanınan düzeltme ve önleme olanaklarından bir sonuç alınamaması durumunda, ortaklığın karşı karşıya kalacağı yaptırım GYO olarak faaliyette bulunma hakkının ortadan kaldırılmasıdır. Düzeltme ve önleme olanaklarına olumsuz görüş alınmasından itibaren en geç 3 ay içinde GYO; esas sözleşmesini GYO faaliyetlerini kapsamayacak şekilde değiştirmek ve kayıtlı sermaye sisteminden çıkmak üzere Kurula başvurmak zorundadır.

Bu yaptırımın uygulanması kesinleştikten sonra yaptırımın sonucu olarak GYO tüzel kişiliğini ve halka açık anonim ortaklık olma niteliğini kaybetmeyecektir. Sadece GYO'na tanınan hak ve yetkileri ortadan kaldırılacaktır. Ayrıca kayıtlı sermaye sisteminden çıkmak üzere Kurula başvuru ise yerinde bir düzenleme değildir. Çünkü kayıtlı sermaye sistemi sadece GYO'na için getirilmiş bir sistem olmayıp GYO sadece kayıtlı sermayeli anonim ortaklıklardan bir tanesidir. Dolayısıyla bu yaptırımın tebliğ ile getirilmesi yerinde bir düzenleme değildir. Yani GYO olarak faaliyette bulunma hakkı elinden alınan ortaklık; kayıtlı sermaye sistemi için öngörülen şartları taşıyorsa işgal konularını değiştirerek kayıtlı sermaye sistemi içinde kalabilecek, sermaye piyasası

³³⁶ BELEN, a.g.e, s.357

düzenlemelerine tabi ve kayıtlı sermayeli bir Halka Açık Anonim Ortaklık olma niteliğini korumalıdır.³³⁷

Esas sözleşme değişikliğini belirtilen sürelerde yerine getirmeyen GYO için en ağır sonuç TTK md. 434/1 bent 2 ve 6 gereğince münfesiş sayılmalarıdır. Münfesiş sayılmakla beraber zorunlu tasfiye süreci başlayacak, tasfiye süresinin bitiminde ortaklığın tüzel kişilik de sona erecektir.³³⁸

GYO için öngörülen faaliyetin sürekli olarak durdurulması ve bu unvan altında faaliyette bulunma hakkının kaybı yaptırımlarına maruz kalması için belirlenen hukuka aykırılıklar aynıdır. Başka bir deyişle mevzuata aykırılıklar her iki yaptırımı da gerektirir. Bu durumda konuya ilişkin SPK hükümleri ve Tebliğ hükümleri birbiriyle çatışacaktır. Zira tebliğ ile düzen yaptırım GYO olarak faaliyette bulunma hakkının kaybı ancak tüzel kişiliğin devamı iken , SPK'nda öngörülen yaptırım sürekli durdurma sonucunda tedrici tasfiye ve iflastır. Tebliğ ile öngörülen yaptırım SPK'nda düzenlenen sürekli durdurma ile başlayıp tedrici tasfiye ve ardından iflasa tabi olunma şeklinde düzenlenen yaptırımdan daha hafif ve GYO'nun niteliğine daha uygun bir yaptırımdır. Zira GYO olarak faaliyette bulunma hakkının kaybı tebliğde düzenlenmiş aykırılıkla sınırlıdır.³³⁹

Bunun dışında tebliğ ile düzenlenen münfesiş addolunmasına yol açan aykırılık TTK md.434'de sınırlı sayılan infisah sebepleri emredicidir. Tebliğ ile getirilen düzenlemenin TTK md.434/1 bent 2 de belirtilen şirketin maksadının gerçekleşmesi veya gerçekleşmesinin imkansız hale gelmesi şeklinde mütaala edilmesi gerektiği savunulsa da sınırlı sayıda belirlenen infisah sebeplerini kıyas yoluyla arttırmak mümkün olmayacaktır.

C-Hukuki İşlemi Yapan Ortaklık Organına Yüklenen Hukuki Sonuçlar

Ticaret ortaklığı olan ve tüzel kişiliğe sahip olan GYO da sahip olduğu fiil ehliyetini temsil yetkisi ile donattığı yönetim kurulu üyeleri ile kullanacak,ortaklıkla ilgili bütün eylem ve işlemleri yönetim kurulu ortaklık organı olarak yapacaktır. Böylece ortaklığın

³³⁷ BAHTİYAR, GYO, s.100, TEKİNALP, Sermaye Piyasası, s.47, BAHTİYAR, Kayıtlı Sermaye, s.66

³³⁸ POROY/TEKİNALP/ÇAMOĞLU, a.g.e, s.807

³³⁹ BELEN, a.g.e, s.359

etkileyecek işlemleri yapan yönetim kurulu üyelerinin sorumlulukları söz konusu olacaktır.³⁴⁰

Yönetim kurulu organ olarak vekilin özen borcuna uygun olarak faaliyetlerini yürütmek zorundadır. Aksi işlem ve eylemleri hukuki sorumluluklarına gidilmesine yol açacaktır. Yönetim kurulu üyeleri yaptıkları eylemlerden dolayı başta ortaklığa yani pay sahiplerine sonrasında da ortaklık alacaklılarına karşı sorumludur ve bu kişiler herhangi bir zarara uğradıklarına yönetim kurulu üyelerine karşı dava açabileceklerdir.³⁴¹

Tebliğin 18.maddesinde “*Yönetim ve denetim kurulu, TTK’nın ilgili maddeleri uyarınca seçilir ve görev yapar....*” şeklinde düzenlemesiyle SPK ya bağlı bir ortaklık olan GYO için SPK’nda düzenleme olmayan hallerde TTK hükümlerinin uygulanacağı belirtilmiştir.

a- Türk Ticaret Kanuna Göre

Sermaye Piyasası Kanunu’na tabi bir ortaklık olan GYO için asıl olanın tebliğ ve SPK düzenlemeleri olsa da, bunlarda hükü bulunmayan durumlarda TTK’na başvurulması gerekmektedir. Faaliyet ilkelerine aykırı işlemlerde bulunan yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu açısından da SPK düzenlemelerinde hüküm bulunmaması halinde TTK hükümlerince sorumluluğun belirlenmesi gerekmektedir. Tebliğ md.46 bu hususu “*Ortaklıklara ilişkin olarak bu Tebliğ’de hüküm bulunmayan hallerde Kanun, TTK ve ilgili mevzuat hükümlerine uyulur.*” şeklinde açıkça düzenlemiştir. Bu sebeple yönetim kurulu üyelerinin TTK’nda düzenlemelerini irdelemek yararlı olacaktır.

Türk Ticaret Kanunu 336. maddesi yönetim kurulu üyeleri arasında tam teselsül kabul etmiştir³⁴². Yani yöneticilerin kusur derecesine bakılmaksızın zararın tamamı her birinden istenebilir. Yönetim kurulu üyelerinin müteselsil sorumlulukları kuralını içeren kanun hükmü, emredici bir hüküm olduğu için, şirket esas sözleşmesi ile bertaraf edilemez³⁴³. Öğretideki baskın görüşe³⁴⁴ göre, yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu

³⁴⁰ HELVACI, a.g.e, s.30-31

³⁴¹ UÇAR, a.g.e, s.131

³⁴² POROY/TEKİNALP,ÇAMOĞLU, a.g.e, s. 334

³⁴³ DOĞANAY İsmail, Türk Ticaret Kanunu Şerhi, C.4, İstanbul 2004, s. 990, dipnot 127

³⁴⁴ POROY/TEKİNALP/ÇAMOĞLU, a.g.e, s. 333; HELVACI, a.g.e, s. 49, ERİŞ, Gönen, Ticari İşletme ve Şirketler, Ankara 2004, C.2,s.1941, UÇAR, a.g.e, s. 76, İMREGÜN, Oğuz , Anonim Ortaklıklar, 4. Bası, İstanbul, 1989, s. 245

kusura dayanan bir sorumluluktur. Zira yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğunu düzenleyen hükümlerin çoğunda (TK m. 308, 336, b. 5, 338, 339, 346) açıkça kusur aranmaktadır. Ancak yönetim kurulu üyesinin sorumlu tutulabilmesi için kusurlu bir hareketin kendisine izafe edilebilmesi gerekir TK m. 338 yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu açısından bir kusur karinesi öngörmüştür. Buna göre ortaklığa verilen zararların yönetim kurulu üyelerinin kusurlu hareketleri sonucu meydana geldiği asıldır. Bu durumda ispat külfeti kusurlu harekette bulunan yönetim kurulu üyelerine geçer, yönetim kurulu üyeleri kusursuzluklarına ispat etmedikçe sorumluluktan kurtulamazlar³⁴⁵. Kusursuzluğun ispatı genel hükümlere tabidir (BK m. 96). Bununla birlikte TK m. 338 bu konuda iki husus öngörmüştür.

1. Alınan yönetim kurulu kararına muhalif olmak.

Bunun ileri sürülebilmesi için; söz konusu yönetim kurulu kararına red oyu vermiş olmak, red oyunu yönetim kurulu toplantı tutanağına yazdırıp, altını imzalamış olmak ve karar red oyu verdiğini şirket denetçilerine yazılı olarak bildirmiş olmak gerekmektedir (TK m. 338).

2. Yönetim kurulu toplantılarına özürlü olarak katılmamak.

Özrün reddi veya kabulü mümkün değildir. Üyenin mazeretinin objektif olarak değerlendirilmesi yeterlidir.

Aleyhine sorumluluk davası açılan üye sorumluluktan kurtulma halleri dışında alınan kararların kanun ve esas sözleşme hükümlerine aykırı olmadığını, meydana gelen zararda sorumlu tutulamayacağını karşılık delil sunmak suretiyle de kusursuzluğunu ispat edebilir³⁴⁶.

Anonim ortaklık ile yönetim kurulu üyeleri arasındaki ilişki sözleşmeden kaynaklanmaktadır. Bunun nedeni, yönetim kurulunun tüzel kişilik adına hareket ettiği ve onun namına sözleşme ve hukuki işlemler yaptığı ve vekalet sözleşmesindeki gibi tüzel kişilik nam ve hesabına yaptığı gerçeğinden ileri gelmektedir. Anonim ortaklık ve

³⁴⁵ Yarg 11. HD 27.02.1990, E. 1990/9543, K. 1576 (ERİŞ, a.g.e, s. 1999)

³⁴⁶ ÇEVİK, Orhan Nuri, Uygulamada Şirketler Hukuku, 3. Baskı, Ankara 2002, s. 441

yönetim kurulunun ilişkisi akdi bir ilişki olsa da, bu akdin vekalet akdi mi yoksa hizmet akdi mi olduğu konusu öğretide tartışmalıdır³⁴⁷. Yönetim kurulu üyelerinin kanun veya sözleşmenin kendilerine yüklediği görevleri gereği gibi yerine getirmemeleri, anonim ortaklık ile aralarındaki sözleşmenin ihlali anlamına gelmektedir ki bunun kanuni dayanağı BK m. 96'dır. Ticaret Kanunumuzun yöneticilere karşı sorumluluk davası açma imkanı tanıdığı ortaklar ve alacaklılar da açacakları davalarda sözleşmeye aykırılık sebebine dayanabilirler³⁴⁸.

Yönetim Kurulu üyelerinin sorumluluğu TTK md. 336'da beş bent halinde sayılmıştır. Ancak GYO açısından özellik arzeden, gerek kanunun gerek esas sözleşmelerinin kendilerine yüklediği sair vazifelerin kasden veya ihmali neticesi olarak yapılmaması durumunda yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğunu düzenleyen TTK md 336/5'tir. Hüküm genel bir sorumluluk halini kapsar. Benden ifadesi yapılmamayı sorumluluk sebebi olarak göstermekle beraber, yapılmamadan anlaşılması gerekenin eksik, hatalı ve geç yapmayı da kapsadığı kabul edilmelidir³⁴⁹. Kanaatimce, bu hüküm Ticaret Kanunu'nun kusurlu sorumluluk ilkesini benimsediğinin açık bir göstergesidir, çünkü kanunda kast ve ihmalden sorumluluğu ayrı bir bent halinde belirtilmiş, yönetim kurulunun her ne surette olursa olsun eylemlerinden sorumlu olacağı belirtilmemiştir. Yargıtay da bu hususa dair yönetim kurulu üyelerinin şirket zararını ihmalleriyle arttırmalarını sorumluluk sebebi olarak kabul etmiştir³⁵⁰ TTK md.336/5'te belirtilen kanun ve esas sözleşmenin GYO'nun yönetim kurulu üyelerine yüklediği vazifelerin başında uzmanlaşmış portföy yöneticiliğidir. Buna göre yönetim kurulu üyeleri uzmanlıklarını gereğini yerine getirerek gayrimenkul ağırlık portföyü yönetecek, portföyün

³⁴⁷ **UÇAR**, a.g.e, s. 75, 78. (Türk hukukunda Arslanlı, ortaklık ve yönetim kurulu arasındaki ilişkileri TK hükümleri saklı kalmak kaydıyla vekalet akdi hükümlerine tabi kılmakta, Mimaroglu ve Atan TK'nin açık yollaması gereği uygulama alanı bulan BK m. 530 uyarınca vekalet akdi olarak nitelermeyi uygun bulmakta, İmregün de bu ilişkinin vekalet akdi olduğunu kabul etmekte ve tarafların aralarındaki akdin nevini tayinde serbest olduğunu belirtmekte, Çamoğlu bu görevin icap ve kabul sonucu doğduğunu ve akdin özel hükümlere göre nitelendirilmesi gerektiğini, bu yolla sonuca varılamazsa, hakim görüş olan vekalet akdi olarak kabul edilmesi gerektiğini ileri sürmektedir. Kanaatimce yönetim kurulu ve ortaklık arasında vekalet ilişkisi mevcuttur. Nitekim yönetim kurulu üyesi ve ortaklık arasındaki ilişkide ücret hususu zorunlu değildir, vekilin özen yükümünün olması gibi yönetim kurulu üyesinin de özen borcu vardır ve vekil de müvekkilin iradesini açıklar. Ancak taraf iradeleriyle başka bir akdi ilişki kurulabilir.

³⁴⁸ **ÇAMOĞLU/POROY/TEKİNALP**, a.g.e, s. 334

³⁴⁹ **HELVACI**, a.g.e, s. 67

³⁵⁰ Yarg. 11 H.D 29/09/1983, E. 1983/3156, K. 1983/3892 sayılı kararı (**DOĞANAY**, a.g.e, s. 993). "TK m. 317, 325 ve özellikle 336/5 hükümleri göz önünde tutulmak suretiyle davacı şirketi temsil ve murakabe kanuni yetkisine sahip olan yönetim kurulu mensuplarının, davalı bankanın belirli süreler içinde şirkete gönderdiği hesap hareketi özetini görevleri icabı inceleyip şirket muhasebecisinin 9 ay gibi uzun bir süre içerisinde zimmetine para geçirmesini ve diğer bir deyişle şirket varlığının ne durumda olduğunu kontrol etmemek suretiyle şirket zararının artmasına kendi ihmalkar hareketleriyle sebep oluşları (TK m.336/5) göz önüne alınarak olayda davacı şirketin BK m. 98 ve 44'e göre müterafik kusuru olup olmadığı üzerinde durulmaksızın ve sadece davalı bankanın sahte çekle ödemede bulunduğu nedenine dayanılarak meydana gelen zararın tamamının davalı bankadan tahsiline karar verilmesi hükmün mümeyyiz davalı yararına bozulmasını gerektirmiştir".

dolayısıyla malvarlığını zarara uğratabilecek her türlü eylem ve işlemde sorumlu tutulacaktır.

TTK md.336'nın tüm bentleri GYO açısından uygulama alanı bulacaktır. Yani GYO'nun yönetim Kurulu üyeleri hisse senetleri bedellerine mahsuben pay sahipleri tarafından yapılan ödemelerin doğru olmamasından, dağıtılan ve ödenen kar paylarının hakiki olmamasından, kanunen tutulması gereken defterlerin mevcut olmaması veya intizamsız tutulmasından ve nihayet genel kuruldan çıkan kararların sebepsiz olarak yerine getirilmemesinden de gayet tabi ki sorumlu olacaklar ve bu sebeplerle uğranılan zararı tazmin etmekle yükümlü olacaklardır.

b- Sermaye Piyasası Kanunu

Kayıtlı sermaye sisteminde yer alan bir ortaklık olan GYO'nun yönetim kurulu birçok önemli yetkilerle donatılmışlardır. Bu açıdan yönetim kurulu üyelerinin sorumlulukları büyük önem taşımaktadır. SPK, TTK'nun genel kurula verdiği devredilemeyen bir takım yetkileri yönetim kuruluna vermiştir. SPK md 46/b'ye göre; Kurul, *"12'nci maddedeki esaslar çerçevesinde alınan yönetim kurulu kararları aleyhine, bu kararların ilanından itibaren otuz gün içinde ortaklık merkezinin bulunduğu yer ticaret mahkemesinde iptal davası açmaya ve bu kararların icrasının geri bırakılmasını istemeye"* yetkilidir. SPK'nun 12. maddesi ise, kayıtlı sermaye sisteminin esaslarını düzenlemiştir. Ancak SPK'nda TTK'nda düzenlendiği gibi yönetim kurulunun sorumlulukları düzenlenmemiştir. Bu sebeple sorumluluk açısından TTK md.321 ve 336/bent5 hükümlerine göre yönetim kurulu üyelerinin sorumlulukları belirlenecektir.

Yönetim kurulu üyeleri GYO'nun malvarlığını zarara uğramasına yol açan eylem ve fiillerinden ötürü sorumlu olup, ortaklığın zararını tazmin etmekle yükümlüdürler. Bu konudaki yegane hüküm SPK md 46/1-k bendidir. Buna göre; Kurul, *"Sermaye piyasası kurumlarının (h) bendi hükmü uyarınca, tedrici tasfiyeye girmesi veya iflası durumlarında, Kurulca sorumlulukları tespit edilmiş bulunmak kaydıyla, %10'undan fazla paya sahip ortaklarının, görevden ayrılmış olan veya halen görevde bulunan yönetim kurulu başkan ve üyelerinin ve imzaya yetkili yöneticileri ile yatırım fonu yöneticilerinin şahsen iflaslarını istemeye,"* yetkilidir. Bu madde yatırımların güvence altına alınmasını sağlanmış, ortaklığın dolayısıyla yatırımcının zarara uğramasına yol açan yönetim kurulu üyelerinin şahsi malvarlıklarıyla sorumlu olması öngörülmüştür. Böylece GYO'nun zararı giderilmiş olacaktır. Zira yönetim kurulunun şahsen iflasları

istenmesi mümkün olmasaydı GYO'nun iflası istenecek, ortaklık ancak iç ilişkide yöneticilerine başvurabilecekti. Bu düzenleme ile yönetim kurulu üyelerinin iflasa tabi kimseler olup olmadığına bakılmaksızın şahsen iflasları istenebilecektir. İflas sadece doğrudan zararı doğuran eylemi ya da işlemi yapan üye için istenecektir. Yani iflası istenen üye fiilinden münferiden sorumludur. GYO'nun malvarlıklarında eksilmeye yol açan fiili yapan üye şahsi malvarlığı ile sorumlu olacağından iflası istenmeden önce cebri icra yoluyla zararın tazmin edilmesi sağlanabiliyorsa bu yol daha doğru olacaktır. Başka bir deyişle bu konuda GYO'na seçimlik hak verilmelidir.

Bunun dışında SPK md.15 temettü ve bedelsiz payların dağıtım ilkelerini düzenlerken, yönetici ve denetçilerin müteselsil olarak sorumlu olduklarını belirtmiştir. Yatırımcının kamunun aydınlatılması ilkesi gereği sürekli bilgilendirilmesi ve böylece yatırımlarına yön verilmesi gerekmektedir. Bu da ancak tebliğ md.42-43'te düzenlenen mali duruma ilişkin tabloların düzenli kurula ve borsaya gönderilmesi ile mümkün olacaktır. Yatırımcının yatırımlarına yön verecek bu bilgilerin gerçeği yansıtması da çok önemlidir. Mali duruma ilişkin tabloların gerçekleri yansıtması veya hukuka aykırı olması durumunda yönetim kurulu GYO'na, bunların pay sahiplerine, ortaklık alacaklılarına ve üçüncü kişilere karşı müteselsilen sorumlu olacaktır.

SONUÇ

Çalışmamızın konusunu oluşturan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Sermaye Piyasası kurumlarından biri olarak, finansman kaynağı konusundaki sorunları aşmak ve gayrimenkul yatırımlarını hızlandırmak amacıyla yapılan çözüm arayışları sonucunda ortaya çıkmıştır.

GYO, sermaye piyasası araçları yoluyla halkın küçük tasarruflarını bir havuzda toplayıp, başta büyük gayrimenkul projeleri olmak üzere, gayrimenkul finansmanına yönlendirme amacına yönelik olarak düşünülmüşlerdir. Aynı zamanda gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesi ve ekonomiye kazandırmaları hedeflenmiştir.

Ülkemiz gelişmekte olan bir ülke olarak, ekonominin itici gücü olan gayrimenkul sektörünün gelişmesine ve kalkınmasına ihtiyaç duymaktadır. Gayrimenkul finansmanında sıkıntılar yaşanmakta ve kaynaklara gereksinim duyulmaktadır. Bu durumda gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesi bu amaca hizmet edecektir.

GYO, ABD’nde iş ortaklıkları olarak ortaya çıkmış sonraları gelişerek, kurumsal gayrimenkul yatırımcısı haline gelmişlerdir. Ülkemiz insanların gayrimenkule olan tutkusu göz önünde bulundurulduğunda GYO, gayrimenkul yatırımlarına duyulan güveni de arkasına alarak, küçük yatırımcı açısından cazip yatırım imkanı olmaktadır. Varlığını SPK hükümlerine dayandıran GYO’nun esasları Kurul’un çıkarttığı tebliğle düzenlenmiştir.

Anonim ortaklık olarak örgütlenecek GYO, portföy yönetim şirketi olarak, faaliyetlerinin sınırını esas sözleşmesi ile çizecektir. Anonim ortaklık olarak örgütlenmesinin sonucu olarak tebliğ ve SPK düzenlemelerinin dışında TTK’na tabi olacaktır.

Gayrimenkul yatırım ortaklığının faaliyet esasları tebliğ ile düzenlendiğinden, tebliğde belirlenen ilke ve esaslara uyacaktır. Bunlar portföyünü süresinde oluşturma zorunluluğu, uzun vadeli yönetim zorunluluğu, riskin dağıtılması ilkesi ve kamuyu aydınlatma ilkesidir. Tüm bu ilkeler yatırımcının korunması ve güvence altına alınması düşünülmüş ilkelere aittir. Özellikle kamuyu aydınlatma ilkesi, henüz ülkemizde derinlik kazanamamış olan sermaye piyasasına güven sağlanması açısından da çok

önemlidir. Uzman portföy yönetim şirketi olan GYO, portföyünü çeşitlendirerek, yatırımlarının riskini dağıtacaktır.

GYO, esaslarına ilişkin tebliğ ve ilgili düzenlemeler ile sürekli kısıtlamalara uğrasa da, niteliği gereği, eşya hukukunun konusuna giren bir çok işlemi yapabilecektir. Üst hakkı, devre mülk hakkı gibi bir çok haktan yararlanacak, sözleşme serbestisi içinde ona kazanç sağlayan işlemlerde bulunabilecektir.

Bunların yanında GYO sermaye piyasası araçlarına yatırım yaparak, geliştirdiği projelerini gerçekleştirmek için finans sağlayabilecektir. Ancak önceden daraltılmış olan bu sahadaki faaliyetleri tebliğ değişiklikleri sonrası genişletilmiştir. Fakat bu hükümlerin irdelenmesi sonucunda tebliğde “..alıp satabilir..”şeklinde ifadenin, ihraççı olup olamayacağı konusunda genişletilmesi yoluna gidilmelidir.

Ülkemizde yaşanan gelişmeler sonucunda “Uzun Vadeli Konut Finansman Sistemi” yani şu günlerde sık sık duyduğumuz adıyla “Mortgage” 5582 sayılı Konut Finansman Kanunu ile düzenlemelerimiz içine girmiş ve SPK bir takım değişikliklere uğramıştır. Yeni türlerde menkul kıymetler ortaya çıkmış, GYO'nun konut kredileri karşılığı VDMK ihracı olanağı elinden alınmıştır. BK'nda düzenlenen ödünç sözleşmeleri ve TKHK'da düzenlenen konut kredilerinde kaynağını bulan uzun vadeli konut finansmanı ile ilgili düzenlemeler, gerekli alt yapı hazırlanmadan yabancı ülkelerdeki düzenlemelerin tercümesi yoluyla hukukumuzda girdirildiğinden anlaşılmaz, uzun ve karmaşık hükümler içermektedir. Ancak uygulamada konut ihtiyacını ve finansmanı sağlamak için getirilmiş GYO'nun, bu alandaki faaliyetlerinin bu hükümlerle daraltılmasını anlamak mümkün değildir.

Sermaye Piyasasında faaliyet göstermenin ve küçük yatırımcının tasarruflarını kendi yatırımlarına kanalize etmesinin sonucu, küçük yatırımcının yatırımlarının güvence altına alınması gerekmektedir. Bu yüzden bu amaçla getirilmiş düzenlemelere ve ilkelere aykırılık halinde ağır yaptırımlara maruz kalacaktır. Faaliyetlerini yürüten icrai organ Yönetim Kurulu üyelerinin de sorumluluklarına gidilmesi kaçınılmaz olacaktır.

Ülkemizde gerekli hukuki düzenlemeler ve kurumun amacına ulaşması için zaruri olan kuruluşlar olmadığı sürece amacına ulaşmaktan çok uzakta kalacaklardır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları sağlam esaslara dayalı olarak kurulup faaliyetlerini sürdürdüğünde, ekonomiye çok büyük katkıları olan bir kurum olacaktır. Zira atıl gayrimenkullerin değerlendirilmesi, büyük altyapı projelerinin finansmanı, sermaye piyasasına alternatif yatırımcı kazandırmaları, gayrimenkul sektöründe kurumsal yatırımcı olmaları, konut sektörünü geliştirmeleri ve inşaat sektörüne düzen ve disiplin getirmeleri gibi ekonomiye olan katkıları göz önünde bulundurulduğunda bu düzenlemelere bir an önce kavuşmaları gerekmektedir. Bu durumda hem ekonomik yönden hem de faaliyet sahasının genişliği yönünden beklenen ve olması gereken yere geleceklerdir.

KAYNAKÇA

ADIGÜZEL, Burak, İpotekli Sermaye Piyasası Araçları, İstanbul 2008

ADIGÜZEL, Burak, 5582 sayılı Kanun ile Getirilen Konut Finansman Sisteminde Yeni sermaye piyasası araçları(KFK), Legal Mali Hukuk Dergisi, Mayıs 2007

AKÇAY, Belgin, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Ankara 1999

AKÇAY, Belgin, Yeni Tebliğ İle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Son Durum, Finans Dünyası Dergisi, Şubat 1999, s.110

AKINTÜRK, Turgut, Medeni Hukuk, İstanbul 2008

AKİPEK, Jale, Türk Eşya Hukuku Mahdut Ayni Haklar, Ankara 1974

AKSOY, Murat Uğur, Yatırım Ortaklıklarının Almanya'daki Gelişimi ve Kuruluşu, İktisat ve Maliye Dergisi, C. XXI, S.1

AKYOL, Şener, Know-How-Management-Joint Venture ve Büyük Çaplı İnşaat Sözleşmeleri, İstanbul 1997

AKÜNAL, Teoman, Türk Medeni Hukukunda Tüzel Kişiler, İstanbul 1995

AKBULAK, Sevinç / Yavuz , Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, İstanbul 2004

ALP/YILMAZ, Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi, İstanbul 2000

ALPTÜRK, Ercan, Mortgage Sistemi, Ankara 2007

ALTOP, Atilla, Finansal Kiralamanın Dünya ve Ülkemizdeki Gelişimi ve Ülkemizde Finansal Kiralama Sözleşmelerine İlişkin Olarak Finansal Kiralama Kanunundan ve Uygulamadan Kaynaklanan Sorunlar, Prof Dr. Selahattin Sulhi Tekinay'ın Hatırasına Armağan, İstanbul 1999

ANSAY, Turgut, Anonim Şirketler Hukuku Dersleri, Ankara 1973

ANSAY T, Anonim Şirketlerde Ehliyet Meselesi, Ankara 1960

ARAL, Vecdi, İnşaat (Üst) Hakkı, İstanbul 1962

ATALAY, Oğuz, Anonim Şirketlerin İflası, İzmir 1996

AYBAY/HATEMİ, Eşya Hukuku Dersleri, İstanbul 1990

AYTAÇ, Zühtü, Sermaye Piyasası Yardımcı Kuruluşu Olarak Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları, Türkiye’de Sermaye Piyasası Seminer Tebliği Tartışmalar, İstanbul 1987

BAHTİYAR, Mehmet, Anonim Ortaklık Ana sözleşmesi (Bahtiyar AO), İstanbul 2001

BAHTİYAR, Mehmet, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Kuruluş ve Faaliyetlere Geçiş Esasları, Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu’na 65. Yaş Günü Armağanı (Bahtiyar GYO), İstanbul 1999, s.53 vd.

BAHTİYAR, Mehmet, Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Arttırımı (Bahtiyar Kayıtlı Sermaye), İstanbul 1996-

BAHTİYAR, Mehmet, 4487 Sayılı Kanun İle Sermaye Piyasası Kanununda Yapılan Önemli Bir Değişiklik: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Aynı Sermaye Koyma Olanağı, Prof Dr. Tahir Çağa’nın Anısına Armağan (Bahtiyar Aynı Sermaye), İstanbul 2000

BARLAS, Nami, Adi Ortaklık Temeline Dayalı Sözleşme İlişkileri, İstanbul 1998

BAŞARAN/MAT, Hazineye Ait Gayrimenkullerin Satışı Kiralanması ve Kat Karşılığı Müteahhide Verilmesi, İstanbul 2007

BELEN, Herdem, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Faaliyetlerinin Medeni Hukuk Açısından Değerlendirilmesi, İstanbul 2002

BLOCK, Ralph L., Investing In REIT’s, USA 1998

BOOTH, Rachel, Real Estate Investment Trusts-A Global Analysis, London 2006

BOLAK, Mehmet, Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, İstanbul 2001

BOYRAZ, Cemal, Türkiye’de Konut Finansman Sistemi Olarak Gayrimenkullerin Menkul Kıymetleştirilmesi, İstanbul 1996

ÇAMOĞLU, Ersin, Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu (Çamoğlu,YK), İstanbul 1972

ÇAPANOĞLU, Mustafa Birol, Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları, İstanbul 1993

ÇELİKTAŞ, İlyas, “Yatırım Ortaklıklarına Hakim Olan İlkeler”, http://www.e-akademi.org/makaleler/iceliktas-2.htm#_ftn3, 12.04.2008

ÇEVİK, Orhan Nuri, Sermaye Piyasası Mevzuatı, Ankara 2000

- ÇEVİK**, Orhan Nuri, Uygulamada Şirketler Hukuku, Ankara 2002
- ÇOBAN**, Ahmet, SALE and Lease Back Finansal Kiralama Kanunu'nun Üvey Çocuğu (mu)?, <http://cobanhukuk.com/makale/sale.htm>, 13.04.2008
- ÇOLAK / ALICI**, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları: A'danZ'ye, Ankara 2001
- DAYINLARLI**, Kemal, Alacağın Temliki, Ankara 2000
- DEMİRKOL/BAŞ**, İdari Yargıda Dava Açma ve Davaların Takip Usulü, İstanbul 2007
- DOĞANAY** İsmail, Türk Ticaret Kanunu Şerhi, C.4, İstanbul 2004
- DOĞRU**, Halil, Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage, Genel ve Hukuki Esaslar, İstanbul 2007
- EREL**, Şafak, Eşyaya Bağlı Borç, Ankara 1982
- EREN**, Fikret, Borçlar Hukuku Genel Hükümler , İstanbul 2008
- ERDOĞAN / ÖZER**, Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar, İstanbul 1998
- ERİŞ**, Gönen, Ticari İşletme ve Şirketler, Ankara 2004, C.2
- ERMAN**, Hasan, Arsa Payı Karşılığı İnşaat Sözleşmeleri, İstanbul 2007
- ERTAŞ**, Şeref, Eşya Hukuku, Ankara 2002
- ERTEN**, Ali, GYO, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, İktisadi Araştırmalar Vakfı Sempozyum Notları, İstanbul 1999, s. 37-69
- ERTEN**, Ali, Gayrimenkul Sertifikaları, 15. Yıl Sempozyumu, Ankara 1998-
- FABOZZI/FRANCO**, Mortgage and Mortgage-Backed Securities Markets, Massachusetts 1992
- FASS/SHAFF/ZIEF**, Real Estate Investment Trusts Handbook, USA 2007
- GARRIGAN**, Richard T./ Parson, John F.C, Real Estate Investment Trusts Structure Analysis and Strategy, New York 1998-
- GARTON-GOOD**, Julie, All About Mortgages, USA 1999
- GERMEÇ**, Mahir Ersin, Kat Mülkiyeti Hukuku, İstanbul 2008

GİRİTLİ/BİLGEN/AKGÜNER, İdare Hukuku, İstanbul 2001

GÖKÇE, Gamze, Gayrimenkul Yatırım Fonları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Gayrimenkul Sertifikaları, Gayrimenkul ve Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi, Ankara 1998

GÖZLER, Kemal, İdare Hukuku, Bursa 2003

GÜMÜŞ, Alper, Türk-İsviçre Borçlar Hukukunda Vekilin Özen Borcu, İstanbul 2001

GÜMÜŞ, Alper, Türk Medeni Kanunu'nun Düzenlendiği Gayrimenkule Bağlı Sermaye Piyasası Araçları Olarak İpotekli Borç Senedi, İrat Senedi ve Uygula(yama)ma Sorunları, Kocaeli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Vecdi Aral'a Armağan, İstanbul 2001

GÜNAL, Vural, Hukuki Açından Sermaye Piyasası Faaliyetleri, İstanbul 1997

GÜNVER, Osman Remzi, Sermaye Piyasası Aracı Olarak İpotekli Borç Senedi ve İrat Senedi, Ankara 1994

GÜRZUMAR, B. Osman, Türk Medeni Hukukunda Üst Hakkı (Kamu Malı Taşınmazlar Üzerinde Üst Hakkı ve Yap-İşlet-Devret Modeli Dahil), İstanbul 2001-

HATEMİ/SEROZAN/ARPACI, Borçlar Hukuku Özel Bölüm, İstanbul 1992

HATEMİ/SEROZAN/ARPACI, Eşya Hukuku, İstanbul 1991

HELVACI, Mehmet, Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulu Üyesinin Hukuki Sorumluluğu, İstanbul 2001

İHTİYAR, Mustafa, Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 2006-

İNCEOĞLU, Mehmet Murat, Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, Ankara 2004

İMREGÜN, Oğuz, Kara Ticaret Hukuku Dersleri (Genel Hükümler-Ortaklıklar-Kıymetli Evrak), İstanbul 2001

İMREGÜN, Oğuz, Anonim Ortaklıklar Hukuku (AO), İstanbul 1989-

JENINGS/MARSH, Securities Legislation, Cases and Materials, New York 1983

KABAALIOĞLU, Haluk, Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 1985

- KAPLAN**, İbrahim, Portföy Yönetim Sözleşmesi, BATİDER, C.18, Sayı 1-4, Yıl 1995-1996
- KARABULUT**, Güzin PEKGÜÇLÜ, Türk Özel Hukukunda Yap-İşlet-Devret Sözleşmesi, Ankara 2006
- KENDİGELEN**, Abuzer, İmtiyazlı Paylar, 40. yılında Türk Ticaret Kanunu, İstanbul, 1997
- KESKİN**, Ayşe Dilşad, Swap İşlemi ve Hukuki Niteliği, Ankara 2008
- KIRCA**, İsmail, Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri, Ankara 2000
- KOCAĞA**, Köksal, Türk Özel Hukukunda Finansal Kiralama (Leasing) Sözleşmesi, Ankara 1999-
- KOÇ**, Mehmet, Finansal Kiralama, İstanbul 2004
- KOÇAK**, Duygu, Mortgage, İstanbul 2007
- KODAL**, Hakan, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Halka Açılma ve Portföy Oluşumu, Yaklaşım Dergisi Ağustos-1998, Sayı 68
- KÖPRÜLÜ/KANETİ**, Sınırlı Ayni Haklar, İstanbul 1982-1983
- KUNTALP**, Erdem, Ticaret Ortaklarının Ehliyeti, İstanbul 1999
- KURU**, Baki, Tespit Davaları, Ankara 2003
- KURU/ASLAN/YILMAZ**, İcra ve İflas Hukuku, Ankara 2007
- KÜÇÜKSÖZEN**, Cemal, Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, Ankara 1999
- LUPICA**, R. Lois, Asset Securitization, The Unsecured Creditor's Perspective, Texas Law Review, USA 2002
- MELİKŞAH**, Yasin, Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri, İstanbul 2002
- MOROĞLU**, Erdoğan; "Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, İstanbul 2004
- MOROĞLU**, Erdoğan, Ticaret Ortaklıklarına Sermaye Olarak Taşınmaz Mal veya Bunun Üzerindeki Bir Ayni Hakkın Konulması Taahhüdü, Makaleler I, İstanbul 1999
- MORSE** Geoffrey; Charlesworth's Company Law, London 1987

- MULLANEY**, John A., Building Profits with REIT's, USA 1997
- NOMER**, N.Fusun, Yatırım Ortaklıkları, İstanbul 2003
- OĞUZMAN/BARLAS**, Medeni Hukuk, İstanbul 2007
- OĞUZMAN/ÖZ**, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, İstanbul 2000
- OĞUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR**, Kişiler Hukuku, İstanbul 2005
- OĞUZMAN/SELİÇİ/ÖZDEMİR**, Eşya Hukuku, İstanbul 2004
- OĞUZMAN**, Kemal, Özel Sektörde Gayrimenkul Sertifikası Kurulması, Reha Poroy'a Armağan, İstanbul 1996
- OY**, Osman, Türkiye'de Mortgage Uygulaması, İstanbul 2007
- ÖCAL**, Nurcan, Türkiye'de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri, Ankara 1997
- ÖKSÜZ**, Murat, Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, Yüksek Lisans Tezi, Ankara 1995
- ÖNAL / TOPALOĞLU**, İpotekli Konut Finansmanı ve Hukuku, Adana 2007
- ÖZCAN**, Fatma, Gayrimenkul Mülkiyetinin Menkul Kıymetleştirilmesi (Menkul Kıymet Konusu Olarak Gayrimenkuller) ve Türkiye Uygulaması, Sermaye Piyasası Aracı Olarak Gayrimenkul Sertifikaları, Doktora Tezi, İstanbul 2004
- ÖZEN**, Burak, Türk Medeni Hukukunda Eşya Üzerinde İntifa Hakkı, İstanbul 2008
- ÖZMEN**, E.Saba, Devre Mülk Hakkı (Özmen Devre Mülk), Ankara 1988
- ÖZMEN**, E. Saba, Kat İrtifakı (Özmen Kat İrtifakı), Ankara 1997
- ÖZMEN/BELEN**, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği Değerlendirmesi, Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu'na 65. Yaş Günü Armağanı, İstanbul 1997
- ÖZTÜRK**, Gülay, İnançlı İşlemler, Ankara 1998
- PEKCANITEZ/ATALAY/ÖZEKEŞ**, Medeni Usul Hukuku, Ankara 2001
- PENEZOĞLU**, Yusuf Gökhan, Hukuki Yönleriyle Vadeli İşlem Sözleşmeleri, İstanbul 2004

PIYKE, Michael, An Overview of Mortgage Back Securitisation in the UK, Housing Studies, UK 1994

POLATKAN, Vahit, Yap-İşlet-Devret, Ankara 1997

POROY/TEKİNALP/ÇAMOĞLU, Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, İstanbul 2007-

PULAŞLI, Hasan, Şirketler Hukuku, Adana 2005

REİSOĞLU, Seza, Finansal Kiralama, http://www.alomaliye.com/seza_reisoglu_finansal_kiralama.htm , 23.03.2008

REİSOĞLU, Safa, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, İstanbul 2008

ŞAHİN, Afşin, “Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler ve Gelir Ortaklığı Senetleri: Tanım ve Risk Yönetimi Açısından Değerlendirme”, Active Dergisi, 2005 S.44

SEROZAN, Rona, Tüzel Kişiler Özellikle: Dernekler ve Vakıflar, İstanbul 1990

SİRMEN, Lale, Eşya Hukuku Ders Notları, Ankara 2006

SUSAR, Özkan, Tüm Yönleriyle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Ankara 2004

SÜMER, Ayşe, Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat, İstanbul 1998

TANÖR, Reha, Türk Sermaye Piyasası-Taraflar Cilt 1, İstanbul 1999

TEKER, Murat Bahadır, Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı, Ankara 1996

TEKİNALP, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982-

TEKİNALP, Ünal, “Sat ve Geriye Finansal Kirala” Sözleşmesi ve HGK'nun Bir Kararı, Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu, Ankara 1997

TEKİNAY, Sulhi, Kat Mülkiyeti, İstanbul 1991

TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, İstanbul 1993

TOPALOĞLU, Mustafa, İpoteğe Dayalı ve İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler, Adana 2007

TOPALOĞLU, Mustafa, ABD Mortgage Uygulaması ve İpotekli Konut Finansmanına İlişkin Kanun Tasarısının Değerlendirilmesi(ABD Mortgage), Fikret Eren'e Armağan, Ankara 2006

TUNCEL, Kürşat, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Türkiye Uygulaması, Ankara 1997

TÜRK, Ahmet, Anonim Ortaklıkta Sermaye Kaybı ve Borca Batıklığın Hukuki Sonuçları, Ankara 1999

UÇAR, Salter, Hukukumuzda Yönetim Kurulu ve Denetçiler ile Sorumluluk Halleri, İstanbul 1994

ÜNAL, Mehmet, Türk Medeni Hukukunda Yapı (Üst) Hakkı, Ankara 1988

ÜNAL, Oğuz Kürşat, Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, Ankara 2005

ÜNAL, Oğuz Kürşat, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, (Ünal HAAO), İstanbul 1999-

von TUHR, Andreas, Borçlar Hukuku (Çeviren: Cevat EDEGE), Ankara 1983

VURAL, Güven, Yatırım Ortaklıkları, Ankara, 1978

YASAMAN, Hamdi, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, İstanbul 1992

YASİN, Melikşah, Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri, Ankara 2002

YAVUZ, Cevdet, Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler, İstanbul 2002

YERLİKAYA, Gökhan Kürşat, Yap-İşlet-Devret Modeli Hukuki Mahiyeti ve Vergilendirme, İstanbul 2002

YETİM, Sedat, Repo, Ters Repo, Menkul Kıymet Ödünç İşlemleri,C.1 İstanbul 1997

ZEVKLİLER/HAVUTÇU, Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, Ankara 2007

http://www.gyoder.org.tr/images/content/ISTANBUL_2004_1.%20yari.doc ,

01.02.2008

<http://www.emlakkulisi.com/haber.asp?id=20930>, 08.02.2008

<http://www.spk.gov.tr/duyuru.aspx?type=du016> , 20.03.2008

www.kgm.adalet.gov.tr/tktasarisi.htm , 20.04.2008

http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat_index.html, 20.04.2008

<http://tr.wikipedia.org/wiki/Portf%C3%B6y>, 22.04.2008

<http://www.sayisalyontemler.com/node/8>, 21.04.2008

http://tr.wikipedia.org/wiki/Nominal_De%C4%9Fer,19.03.2008

Corpus İçtihat Programı