

GAYRİMENKUL SERTİFİKALARININ İHRACINDA YATIRIMCILARIN KORUNMASI

PROTECTION OF INVESTORS IN ISSUING OF REAL ESTATE CERTIFICATES

İbrahim SIRMA*

Öz

Gayrimenkul sektörü 2005 yılı ve sonrasında Türkiye’de en hızlı büyüyen sektörlerdendir. Sektörün gelişmesiyle proje çeşitliliği artmış buna bağlı olarak finansal kaynak ihtiyacıda artmıştır. Sektördeki gelişmeler, konvansiyonel finansal kaynaklardan farklı olarak yeni kaynaklara ihtiyacı ortaya koymaktadır. Finansal piyasalar içerisinde kaynak geliştirmeye en yatkın piyasa sermaye piyasasıdır. Sermaye piyasasında, gayrimenkul projelerine ilişkin birçok finansal enstrüman geliştirilmiştir. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, Gayrimenkul yatırım fonları ve Gayrimenkul sertifikaları bunlara örnek olarak verilebilir. Bu enstrümanlar içerisinde gayrimenkul sertifikaları yeni düzenlemelerle tekrar ele alınmış, ikincil piyasası oluşacak şekilde düzenlenmiştir. Düzenlemelerde, hem ihraççıya yönelik hem de yatırımcıya yönelik birçok yeni düzenleme yapılmıştır. Ürünün piyasa da başarılı bir şekilde uygulanabilmesi için, yatırımcı haklarına ilişkin düzenlemeler önem arz etmektedir. Bu kapsamda sertifika ihraç fiyatının belirlenmesi, sertifikanın borsada işlem gördüğü dönemde yatırımcının bilgilendirilmesi ve sertifikaya dayanak olan projenin tamamlanma sürecine ilişkin düzenlemeler yatırımcı haklarına ilişkin konuların başında gelmektedir. Bu haklara ilişkin olarak sermaye piyasası mevzuatında yapılan düzenlemeler bu çalışmanın esasını oluşturmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Gayrimenkul Sertifikası, Yatırımcı, İhraççı

JEL Kodları: E22, K22, O16

Abstract

The real estate sector is the fastest growing sector in Turkey in 2005 and after. Depending on the development of the sector, the project diversity has increased and the financial resource requirement has increased accordingly. Developments reveal the need for new sources in the sector, unlike conventional financial resources. Capital market is most likely to develop resources within

* Yardımcı Doçent, İstanbul Üniversitesi, Siyasal Bilgiler Fakültesi, İşletme Bölümü, sirma@istanbul.edu.tr

financial markets. Many financial instruments related to real estate properties have been developed on the capital market. Real estate investment trusts, real estate investment funds and real estate certificates are examples of these. Within these instruments, real estate certificates have been re-addressed with new regulations and regulated as secondary market. Many new arrangements have been made in the regulations for both the issuer and the investor. In order for the product to be successfully implemented in the market, it is necessary to first examine what kinds of regulations are made in the investor's rights. Regulations on investor rights are important so that the product can be successfully implemented in the market. In this context, the regulations related to determining the issue price of the certificate, informing the investor in the period when the certificate is traded in the stock market and completing the project which is the basis of the certificate are the subjects of investor rights issues. Regulations on capital market legislation regarding these rights constitute the basis of this work.

Keywords: Real Estate Certificate, Investor, Issuer

JEL Codes: E22,K22, O16

I. GİRİŞ

Bir ekonomide gayrimenkul talebi barınma amaçlı olabilmekle birlikte yatırım amaçlı da olabilmektedir. Gayrimenkul yatırımları, diğer yatırım araçlarına nispeten bedeli yüksek olsa da sabit bir fiziki varlığa dayalı olduğundan talep gören bir yatırım aracıdır. Bir yatırımcının gayrimenkul yatırımından beklentisi kira getirisi veya değer artışına bağlı sermaye kazancıdır. Gayrimenkul yatırımlarındaki risk, yangın, deprem gibi fiziki risklerin dışında, likit yatırım araçları olmamalarıdır. İstenildiği anda istenilen değer üzerinden satışa konusu olması zordur. Gayrimenkule dayalı varlıklara yatırım yapmayı amaçlayan yatırımcıları karar aşamasında en çok zorlayan konuların başında bu durum gelmektedir. Finansal piyasalarda geliştirilen ürünlerle gayrimenkuller likiditesi yüksek finansal varlıklara dönüştürülmeye çalışılmaktadır. Finansal piyasalar içerisinde, finansal ürün geliştirme kabiliyeti en yüksek olan piyasa sermaye piyasasıdır. Gayrimenkul sertifikalarında sermaye piyasasında gayrimenkule yatırım yapmak isteyen yatırımcıların, gayrimenkule dayalı haklarını menkulleştirme ile rahatça likidite edebilmektedirler. Gayrimenkul sertifikaları, sahip olduğu gayrimenkul projesine fon arayan ihraççılar tarafında ihraç edilir.

Her sermaye piyasası aracının ihracında olduğu gibi, gayrimenkul sertifikası ihracında da ihraççıların yatırımcılardan fon talep edebilmesi için belirli seviyede yeterliliğe sahip olması ve yatırımcıyı bilgilendirmesi zorunludur. Gayrimenkul sertifikalarını ihraç edenlerin yatırımcılardan nasıl ki bir fon talebi vardır aynı şekilde yatırımcılarında bir getiri beklentileri vardır. Ancak her yatırımda olduğu gibi gayrimenkul sertifikaları da çeşitli risk unsurlarını kendi içinde barındırmaktadır. Bu riskler temel olarak sertifikaya konu projenin ve sertifikanın ihracı sırasında veya tedavülde olduğu dönemde yapılan yatırımdan zarar edilmesidir.

Türkiye’de Gayrimenkul Sertifikalarına ilişkin ilk düzenleme 1995 yılında yapılmıştır. Gayrimenkul sertifikaları, Türkiye’de gayrimenkullerin menkulleştirmesi konusundaki ilk tecrübe değildir. Bu konudaki ilk menkul kıymet, konut sertifikalarıdır. Konut sertifikaları ilk olarak 1989 yılında düzenlenmiş ve aynı yıl uygulaması gerçekleşmiştir. Konut Sertifikası, bir konut projesine finansman sağlamak amacıyla, değeri bir metrekaare brüt alana eşdeğer olarak hamiline düzenlenmiş menkul kıymettir. Konut sertifikalarının ihracında ilk ve tek uygulama 1989 yılında Toplu Konut İdaresi tarafından gerçekleştirilmiştir. Sertifikaların her biri 1 metrekaarelik konut alan karşılığı olarak 250.000 adet ihraç edilerek İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’na kote edilmiştir. Ancak, ihraç fiyatının yüksek olması ve ilgili dönemde Türkiye’de yüksek enflasyonun olmasına bağlı olarak sertifikanın getirisinin enflasyonun altında kalması gibi nedenlerle beklenen sonuç alınamamıştır. (Koroğlu, s.29) Konut sertifikalarının devamı niteliğinde olan gayrimenkul sertifikaları, 1995 yılında düzenlenen tebliğ sonrası 1996 yılında Türkiye Emlak Bankası A.ř.’nin İstanbul– Ataşehir Konut Projesi’nde yer alan 382 konut için ihraç edilmiştir. İhraç sonrası İMKB Tahvil ve Bono Piyasası bünyesinde Gayrimenkul Sertifikaları Pazarı’nda işlem görmeye başlamış, vadesine bağlı olarak da 28.10.1997 tarihinde işleme kapatılmıştır. (Vurgun, s. 38)

Bu iki uygulamanın dışında günümüze gelene kadar gayrimenkul sertifikası ihracı olmamıştır. 2012 yılı sonunda Sermaye Piyasası Kanunu’nun değişmesine bağlı olarak ikincil mevzuatta da bir çok değişikliğe gidilmiştir. Bu değişikliklere bağlı olarak 1995 yılında düzenlenen gayrimenkul sertifikası tebliği yürürlükten kaldırılmış 2013 yılında yeniden düzenlenmiştir. Tebliğ’de 2017 yılı mart ayında yapılan değişiklik sonrası TOKİ’nin gerçekleştirdiği bir projeye bağlamında yeni bir ihraç gerçekleşmiştir. Bu ihracında önceki örneklerde olduğu gibi başarısız olmaması ve devamında ihraç edilecek gayrimenkul sertifikalarının da verimliliği açısından yatırımcıların haklarına dikkat edilmesi gerekir. Bu kapsamda, piyasa riskleri konunun dışında tutulduğunda, düzenleyici taraf olan kamu otoritesinin yapmış olduğu düzenlemelerle yatırımcıyı nasıl koruduğu önemli bir konu haline gelmektedir. Nitekim Sermaye Piyasası Kanunu’nun 1.md.’sinde, kanunun amacının güvenilir bir piyasa oluşturmanın yanında yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunmasına yönelik düzenleme ve denetim yapılması olduğu belirtilmiştir. Bu çalışmada düzenlemeler çerçevesinde gayrimenkul sertifikalarının ihracında yatırımcının haklarının ne şekilde korunduğu bu çalışmada değerlendirilmiştir.

2. LİTERATÜR

Gayrimenkul Sertifikaları Türkiye’de yeni bir ürün olmamakla birlikte, uygulamada fazla alan bulamadığından dolayı akademik çalışmalara da çok konu olmamıştır. Konu ilk olarak Vurgun K. tarafından “*Yeni şehirleşme Ve Kentsel Dönüşüm Projelerinin Sermaye Piyasası Yoluyla Finansmanı: Gayrimenkul Sertifikaları*” çalışmasında ele alınmış, kentsel dönüşü projelerinin finansmanında gayrimenkul sertifikalarının ihracı ile kolay finanse edilebileceği belirtilmiştir. (Vurgun, 2011, 36-37) Koroğlu A. tarafından “*Gayrimenkul Sertifikası Modeli ve Türkiye’de Uygulanabilirliği*” alışması ile ele alınmıştır. Çalışmada, gayrimenkul sertifikası tebliğinin 2016 yılında tekrardan düzenlenmesinin gayrimenkul projelerinin finansmanına yeni kaynak temininde yenilikçi bir alternatif oluşturacağı belirtilmiştir. (Koroğlu, 2016, 25-42) Güncel diğer bir çalışmada Ülev A.,

Savaşan F. ve Selçuk M., Türkiye de yeni düzenlemelere bağlı olarak Toplu Konut İdaresi (TOKİ) tarafından ihraç edilen gayrimenkul sertifikalarının islami finans açısından uygunluğunu incelemiştirler.(Ülev, Savaşan, Selçuk, 2017, 125-148) Çalışma sonucunda gayrimenkul sertifikalarının islami finans açısından doğru bir ürün olduğu ancak uygulamanın islam hukuku açısından bazı sıkıntılar içerdiği belirtilmiştir. Ersoy M.ve Gümrükçüoğlu Z.Z.’nin çalışması “Bir Sermaye Piyasası Aracı Olarak Gayrimenkul Sertifikası: Park Mavera III Projesi Üzerine Bir İnceleme” de, gayrimenkul sektörüne ve desteklediği alt sektörlerle ilişkin değerlendirme yapılmış, ülke ekonomisine olan katkısına vurgu yapılmıştır. Gayrimenkul sertifikası özelinde de bu sermaye piyasası araçlarının ihracının konut finansmanına ciddi kaynak desteği sağlayacağını uygulamaya alınan TOKİ proje özelinde değerlendirmişlerdir. (Ersoy, Gümrükçüoğlu, 2017, 43-66).

Konuya ilişkin Türkiye ölçeğinde yapılan akademik çalışmalara bakıldığında ağırlıklı olarak 2016 sonrasındır. Bunun temel nedeni ürüne ilişkin ihraçların az olması ve piyasa derinliği olmamasıdır. Gayrimenkul sertifikalarının ihracına bağlı olarak akademik çalışmaların gelişeceği öngörülmektedir.

Gayrimenkul sertifikalarına ilişkin uluslar arası ölçekte çalışmalar olup olmadığına ilişkin literatür taraması yapıldığında “Real Estate Certificate” terimine karşılık gelen bir akademik çalışma olmadığı görülmektedir. Buna karşılık “Real Estate Backed Security” veya “Mortgage Backed Security” şeklinde tarama yapıldığında bir çok çalışma görülmektedir. Bu durumun temel nedeni uluslararası ölçekte gayrimenkullerin menkulleştirilmesi İpoteğe dayalı menkul kıymetler (İDMK) veya ipotek teminatlı menkul kıymetler (İTMK) üzerinden gerçekleşmektedir. Yapıları itibariyle İDMK ve İTMK’lar farklı kimle sahip olsalar da, gayrimenkullerin finansmanında kolaylık sağlamaktadır. Bu ürünlere bağlı olarak etkin bir ikincil bir piyasanın da varlığı, gayrimenkul sertifikası gibi ürünlere ihtiyaç bırakmamaktadır. Nitekim İDMK ve İTMK’ların ikincil piyasalarının oluşmaması gayrimenkul sertifikası gibi araçların ihracına neden olmaktadır.

3. YENİ GAYRİMENKUL SERTİFİKASI İHRAÇ SÜRECİ VE YATIRIMCININ KORUNMASINA DAİR TEDBİRLER

Gayrimenkul sertifikaları tebliğinde ihraç, “*Gayrimenkul sertifikalarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satış*” olarak tanımlanırken, ihraççı ise “*Gayrimenkul sertifikası ihraç eden veya ihraç etmek üzere Kurula başvuruda bulunan anonim ortaklıklar ile kendi mevzuatları uyarınca sermaye piyasası aracı ihraç etmeye yetkili kamu kurum ve kuruluşları*” şeklinde tanımlanmıştır. Tanımlardan anlaşıldığı üzere ihraç bir satış iken ihraççı sahip olduğu bir gayrimenkul projesine fon sağlamak isteyen bir anonim ortaklık veya yetkilendirilmiş bir kamu kurumudur.

Tebliğ’de bu tanımlar yapıldıktan sonra ihraççının gayrimenkul sertifikası satabilmesi için bazı yeterliliklere sahip olması gerektiği belirtilmektedir.¹ Gayrimenkul sektöründe önemli bir

1 Öncelikli olarak ihraççının sertifikaya konu gayrimenkul projesinin satış değerinin en az yarısı büyüklüğüne sahip bir projeyi, kurula başvuru tarihinden önceki 5 yıl içerisinde tamamlamış olması gerekir. (VII-128.2,

kriter olan iş bitirme yeterliliğinden kısmen geri adım atılması yatırımcı güvenini zedeleyici bir unsur olarak karşımızı çıkmaktadır. Ancak nceki düzenlemelerde olmayan mali yeterliliğın bir Şart olarak belirlenmesi önemli bir düzenlemedir. Nitekim, özsermayesinin her zaman için denmiş sermayeden yüksek olması, Őirketin faaliyet dönemi içerisinde bir katma değeri oluşturduğunun göstergesi olarak yorumlanabilir. Bu olumlu mali yaklaşımla birlikte projeyi gerçekleştirecek, gayrimenkul sertifikasını ihraç edecek Őirketin mali büyüklüğünün (aktif büyüklüğü 50 milyon, yıllık satış hacmi 100 milyon gibi) belirlenmemesi, konuyu diğeri bir açıdan tartışmaya açık bir hale getirmektedir.

3.1. İhraçtan Elde Edilen Fonların Kullanımı

Gayrimenkul sertifikalarının ihracında, yatırımcıdan elde edilen fonun ihraççı tarafından amacı dışında kullanılamayacağına dair düzenlemeye gidilmiştir. Böylece gayrimenkul sertifikalarının satışıyla yatırımcıdan elde edilen fonun amacı dışında kullanılabileceğeri konusundaki olası tereddütlere cevap verilmiştir.

Gayrimenkul sertifikası ihracından elde edilen fonlar, ihraççı tarafından öncelikli olarak ihraç edilen gayrimenkul sertifikalarına konu bağımsız bölümlerin tamamlanmasında ve gayrimenkul projesinde kullanılmış finansman kaynaklarının geri ödenmesinde kullanılır. Fon hiçbir Şekilde İhraççının proje dışındaki diğeri ödemelerinde kullanılmaz.² Gayrimenkul sertifikalarının satıştan elde edilen fon doğrudan ihraççının hesabına aktarılmaz. Fon, sertifikaların satışına aracılık eden yatırım kuruluş tarafından, bir banka nezdinde açılan özel bir hesapta toplanır. Yatırım kuruluşu fonu vekil sıfatıyla devlet tahvili, hazine bonosu, Hazine Mşteşarlığınca ihraç edilen kira sertifikaları, vadeli mevduat veya katılma hesabı olarak ihraççı adına değeriendirir. Bu düzenleme ile fonun hem faizli hem de faizsiz hesaplarda değeriendirilebileceğeri yer verilerek, yatırımcı duyarlılığına dikkat edilmiştir. Tebliğde fonun ne Şekilde kullanılacağı da detaylı bir Şekilde ifade edilmiştir. Fonun yüzde onluk kısmı

md. 5 / f.1a) Diğeri yeterlilik Şartları; ihraççının projesinin gerekleştirileceğeri arsanın mülkiyetine münferiden sahip olması veya arsa üzerinde kendisi lehine kat irtifakı tesis edilmiş olması, Kurula ihraç için yaptığı başvuru sırasında finansal tablolarında, zkaynaklar toplamının denmiş veya çıkarılmış sermayesinden yüksek olması ve talebe bağlı olarak uzun vadeli derecelendirme notu almış olması (Kentsel dönüşüm projeleri kapsamında gayrimenkul sertifikası ihraç edecekleri için derecelendirme notuna sahip olmaları zorunlu tutulmuştur.) gerekmektedir. İhraççının Toplu Konut İdaresi Başkanlığı (TOKİ), İller Bankası Anonim Şirketi veya bunların bağlı ortaklıkları ve iştiraklerinin olması durumunda burada belirtilen Şartlar aranmaz. (md. 5/ f.1b, c,d)

Bu Şart mülga 20/7/1995 tarihli ve 22349 sayılı resm gazete’de yayımlanan tebliğ’ de ise “satış önce ihraççının eşdeğeri büyüklükteki bir projenin tamamlaması” olarak belirlenmiştir.(Seri: III No: 19, md. 4a) Ayrıca ilgili tebliğde ihraççıdan stlendiğeri gayrimenkul projesini gerçekleştirebilecek mesleki ve teknik donanımına sahip olduğunu belgelendirmesi istenmektedir. Bunlar dışında başka yeterlilik Şartı aranmamıştır.

- Gayrimenkul sertifikası ihracı karşılığında elde edilen fon, ihraççının yönetiminin veya denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi hlinde dahi amacı dışında tasarruf edilemez, rehnedilemez, teminat gösterilemez, kamu alacaklarının tahsili amacı da dhil olmak üzere haczedilemez, iflas masasına dhil edilemez, ayrıca bunlar hakkında ihtiyati tedbir kararı verilemez. (VII-128.2, md 10/f.2) Tebliğ kapsamında ikinci derece düzenleme ile yatırımcıya verilen bu güvence, Sermaye piyasası Kanunu’nda yapılan değişiklikle kanun çerçevesinde birincil derecede güvence altına alınmıştır. (Sermaye Piyasası Kanunu, md. 61/A-2)

inşaat başlamadan önce doğrudan ihraççıya aktarılırken, yüzde seksenlik kısmı inşaat ilerleme raporlarında belirlenen oranlar ölçüsünde, kalan yüzde onluk kısmı ise sertifikanın vade sonunda ödenir.

3.2. Yatırımcının Sahip Olduğu Edimler

3.2.1. Asli Edim

Asli edim, ihraççı tarafından gayrimenkul sertifikası sahipleri adına mülkiyetin tesis edilmesi ve bağımsız bölümün teslim edilmesini ifade eder. Asli edim kullanım süresi, ihraççı tarafından belirlenir ve izahname veya ihraç belgesinde açıklanır. Yatırımcılar asli edim kullanım süresi içerisinde, asli edim taleplerini ihraççıya veya yetkili kuruluşa iletir.

Tebliğde yatırımcının asli edim hakkını kullanmak istemesi durumunda ihraççı tarafından kendisinde şerefiye talep edilebileceği belirtilmiştir.(VII-128.2, md.4/f.1b) Talep edilecek şerefiye tutarının gayrimenkul sertifikasının ihracı anında belirlenmiş olması ve izahnamede buna yer verilmesi, zorunlu tutulmuştur. Bu düzenleme yatırımcı lehine, belirsizliği ortadan kaldıran bir husustur. Ancak, tebliğin ilgili maddesinde şerefiye bedelinin asli edim sırasında değişebileceği "...Şerefiye talep edilmesi durumunda, asli edim sırasında yatırımcılardan talep edilecek şerefiye tutarlarının veya ihraç anında belirlenmiş şerefiyenin asli edim yerine getirilirken hangi esaslara göre düzeltilerek uygulanacağını..." ifadesi zımni de olsa bir belirsizliğe neden olmaktadır³.

Asli edime ilişkin diğer bir husus, ihraççı, elinde yeterli sayıda gayrimenkul sertifikası bulunmamasına rağmen asli edimi kullanmak isteyen yatırımcılar için, izahname veya ihraç belgesinde açıklanmak koşuluyla kredi kullanım veya nakit ve taksitli ödeme gibi imkanlar sağlayabilir. Tebliğe 3/8/2016 tarihinde yapılan değişiklikle eklenen bu husus, gayrimenkul sertifikası yatırımı üzerinden konut sahibi olmayı arzulayan ancak piyasadan sertifika alım gücü olmadığından dolayı yeterli sayıda toplayamayan yatırımcılar açısından fayda sağlayan bu düzenlemedir.

3.2.2. Tali Edim

Edimlerde esas olan asli edimdir. "Asli edim kullanım sürelerinin bitimini takiben asli edim talebiyle başvurmayan veya başvurmasına rağmen izahname veya ihraç belgesinde asli edimin yerine getirilmesi için öngörülen şartları yerine getirmeyen yatırımcıların, tali edimi talep ettikleri kabul edilir." Tali edim, "ihraççı tarafından tali edime konu gayrimenkul sertifikalarına karşılık gelen bağımsız bölümlerin üçüncü kişilere satılması ve elde edilen satış tutarının gayrimenkul sertifikası sahiplerine (yatırımcılara), sahip oldukları gayrimenkul sertifikaları oranında dağıtılmasını" ifade eder. Tali edimin ifa edilmesi için ihraççı tarafından izahnamede bir süre belirlenir.

3 Şerefiyenin bu şekilde sonradan değiştirilebileceği hususu tebliğin (VII-128.2) 7. maddesinin 2 fıkrasında "Asli edim talep eden yatırımcılar, asli edim ifa süresi içerisinde almak istedikleri bağımsız bölümlerin gerektirdiği sayıda gayrimenkul sertifikasını ihraççının hesaplarına aktarmak ve gerekli olması durumunda şerefiyeyi ödemek..." ifadesiyle sonradan da talep edilebileceğini ortaya koymaktadır. Tebliğde yapılan bu düzenleme, şerefiye talebinde, başlangıçta yatırımcı lehine net olan bir durumu, sonradan yatırımcı aleyhine belirsiz bir duruma getirmektedir.

Yatırımcılar bu süre içerisinde gayrimenkullerin satış tutarı üzerinden elinde bulundurdukları sertifikaları ihraççıya teslim ederek bedelini alabilirler. Tali edime konu bağımsız bölümlerin satışından elde edilen satış tutarı, yatırımcılar adına değerlendirilir. ⁴ Gayrimenkul Sertifikalarına konu bağımsız bölümlerin satışından elde edilen gelirin bu şekilde yatırımcı lehine nemalandırılması sisteme olan güveni artırıcı bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Elde edilen kazancın yatırımcı adına nemalandırılmasında yatırımcıların değerlerine de dikkat edilmesi önemli bir düzenlemedir.

“Tali edim ifa süresi bitiş tarihi itibarıyla satılmayan bağımsız bölümlerin olması durumunda, bu bağımsız bölümlere karşılık gelen gayrimenkul sertifikalarının itfasına ilişkin olarak ihraççı tarafından yatırımcılara yapılacak ödemelerde, gayrimenkul sertifikalarının vade tarihinden önceki üç aylık dönemde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması esas alınır.....” (VII-128.2, md.8/f.3e) Belirli şartlar altında gayrimenkul sertifikalarının itfasında 3 aylık borsa değerinin ortalamasının referans alınması, sürenin uzunluğu açısından doğru olmadığı diğer Kurul düzenlemelerinden anlaşılmaktadır. Çünkü Sermaye Piyasası Kurulu’nun diğer düzenlemelerinde bu süre genel hüküm olarak 1 ay olarak belirlemiştir (Ayrılma hakkının kullanım değeri, pay alım teklifinden bulunulacak fiyat vb. uygulamalar). Bunun temel nedeni borsadaki değerlerin oynaklığının çok yüksek olmasındandır. O nedenle sürenin 1 olarak belirlenmesi daha verimli olabilir. ⁵

3.2.3 Edim Sorumlusu

Edim sorumlusu; Edimlerin Kamuoyunu aydınlatma belgelerinden olan izahname veya ihraç belgesinde belirtilen hususlara uygun olarak gerçekleştirilip gerçekleştirilmediğini kontrol etmekle yükümlü ve sermaye piyasasında bağımsız denetim faaliyetinde bulunmaya yetkili bağımsız denetim kuruluşunu ifade eder. İhraççı ile edim sorumlusu, gayrimenkul sertifikası ihracı için Kurula başvuru öncesinde kendi aralarında bir sorumluluk sözleşme imzalamış olmaları zorunludur. Edim sorumlusunun yetki ve sorumlulukları tebliğde belirtilmiştir. ⁶

4 Tali edime konu bağımsız bölümlerin satışından elde edilen satış tutarı, tali edim ifa süresi boyunca tali edime konu bağımsız bölümlerin tamamı satılıncaya kadar vekilin özen borcu çerçevesinde yetkili kuruluş tarafından devlet tahvili, hazine bonosu, Hazine Müsteşarlığınca ihraç edilen kira sertifikaları, mevduat veya katılma hesabı olarak veya Kurulca uygun görülecek diğer sermaye piyasası araçlarına yatırılmak suretiyle yatırımcılar adına değerlendirilir.(VII-128.2, md.8/f.3c)

5 Bu eleştirinin doğruluğuna, tebliğdeki “....Bu fiyatların hesaplanamaması veya hesaplanan fiyatların sağlıklı oluşmadığının Borsa veya Kurulca tespiti halinde söz konusu bağımsız bölümlerin değerinin tespiti için bir değerlendirme raporu hazırlanır ve yatırımcılara yapılacak ödemelerde bu değerlendirme raporunda tespit edilen değer esas alınır.....” (VII-128.2, md. 8/f.3e) düzenlemesi ile yer verilmiştir. Bu düzenleme borsa fiyatında anomaliler olabileceğini ve sağlıklı fiyat oluşmayabileceğini göstermektedir

6 Edim sorumlusunun yetki ve sorumlulukları VII-128.2 nolu tebliğin 4. maddesinin 9 fıkrasında belirtilmiştir. Bu kapsamda edim sorumlusu;

- Edimlerin izahname veya ihraç belgesinde belirtilen esaslara uygun olarak gerçekleştirilip gerçekleştirilmediği,
- Tali edimin ifası amacıyla yapılan satışlarda satış fiyatlarının, değerlendirme raporlarına ve piyasa koşullarına uygun olup olmadığı,
- Tali edimlerde yatırımcılara aktarılan tutarların satış bedeline uygun olup olmadığı hakkında

Edim sorumlusu, güvence raporunun hazırlanması amacıyla ihraççıdan belirli aralıklarla satışa konu bölümlere ilişkin değerlendirme raporu hazırlanmasını ve ihraca konu edilmeyen bölümlerin satış fiyatlarına ilişkin bilgilerin kendisine verilmesini talep eder. Bu hususlara edim sorumlusu ve ihraççı arasında imzalanacak sözleşmede yer verilir. Edim sorumlusu raporunda, yapılan incelemeler sonucunda yatırımcılar aleyhine durumların tespit edilmesi durumunda, yatırımcıların zararının ihraççı tarafından nasıl tazmin edileceği ve yatırımcıların haklarına ilişkin esaslara izahname veya ihraç belgesinde yer verilir.

3.2.4. İtfa Bedeli ve Cezai Şart

Yatırımcıların sahip oldukları gayrimenkul sertifikaları esas itibarıyla ya asli edim ya da tali edim yoluyla itfa edilir. Bunun mümkün olmadığı veya zamanında yerine getirilememesi durumunda itfa bedeli ve cezai şart ortaya çıkar. İtfa bedeli, projenin gerçekleşmemesi ve buna bağlı olarak edimlerin ihraççı tarafından yerine getirilememesi durumunda gayrimenkul sertifikası sahiplerine ödenen bedeldir. İtfa bedeli, Kurula başvuru sırasında gayrimenkul projesine ilişkin hazırlanan değerlendirme raporuna göre belirlenir. Cezai şart ise edimlerin izahname veya ihraç belgesinde belirtilen esaslar çerçevesinde yerine getirilmemesi durumunda ihraççının edimlere *ek olarak* ödemesi gereken yükümlülükleri ifade eder.

İtfa bedelinin ve cezai şartın bedelinin ne olduğu gayrimenkul sertifikasının ihracı aşamasında izahname veya ihraç belgesinde belirtilir.

İtfa bedeli ve cezai şart ancak projenin gerçekleşmemesi durumunda ihraççıdan talep edilir. Projenin gerçekleşmemesi; projenin gecikmesi ve buna bağlı olarak azami ihraççıya 180 günlük ek süre verilmesi veya ek süre talebinde bulunulmaması halinde vade sonunda edimlerin yerine getirilememesi veya getirilemeyeceğinin anlaşılması durumudur.(VII-128.2, md 9/f.2) Bu durumda ihraççı, gayrimenkul sertifikalarının itfa bedelini ve cezai şartı yatırımcılara ödemekle yükümlüdür.

Sermaye Piyasası Kurulu, ihraççının itfa bedeli ödememe ve cezai şartı yerine getirmeme riskine karşılık olarak yatırımcıyı korumak için, ihraççıdan itfa bedelini ve oluşabilecek cezai şartın bir banka tarafından garanti altına alınmasını talep edebilir. (VII-128.2, md.4/f.12) Burada belirtilen yükümlülükler, gayrimenkulün tamamlanmasının sigorta ettirilmesi halinde ihraççıdan talep edilmez. (VII-128.2, md.4/f.13)

d) Halka arz yoluyla yapılan ihraçlarda proje bitiş tarihini takip eden üçer aylık, halka arz edilmeksizin yapılan ihraçlarda ise altışar aylık periyotlar halinde güvence raporu (Uluslararası Denetim ve Güvence Standartları Kurulu tarafından yayımlanan 4400 numaralı Finansal Bilgilerle İlgili Üzerinde Mutabık Kalınan Prosedürlere İlişkin Uluslararası Hizmet Standardına uygun hazırlanan rapor) hazırlamak ve ihraççıya iletmekten sorumludur. Güvence raporu, edim sorumlusu tarafından ihraççıya iletildiği gün ayrıca ihraççının internet sitesi ve KAP'ta ilan edilir.

3.2.5. Gayrimenkul Sertifikalarının Yatırımcıdan Geri Alınması

Sermaye piyasası araçlarının, ihraççı tarafından yatırımcıdan geri alımı, araç özelinde bir düzenleme olup her bir araç için ayrı ayrı düzenlenmiştir. Bu geri alım tahvil için yatırımcının veya ihraççının erken itfa talebi şeklinde olurken (Borçlanma Araçları Tebliği VII-128.8. md. 15), pay senetlerinde ise belli şartlar altında, belli bir süre için, belli oranda pay senedinin şirket tüzel kişiliği tarafından borsadan alımı şeklindedir. (Geri Alınan Paylar Tebliği II-22.1) Gayrimenkul sertifikalarının da ihraççılar tarafından yatırımcıdan geri alınabileceği ilgili araç tebliğinde düzenlenmiştir. Tebliğde, gayrimenkul sertifikaları, proje bitiş tarihinden önce ihraççı tarafından talep eden yatırımcılardan piyasada yeniden satılmamak şartıyla geri alınabileceği, ancak bu geri alımın ihraççı tarafından öngörülmesi ve ihraççının belirleyeceği veya borsada oluşan fiyat üzerinden mümkün olabileceği belirtilmiştir. Bu göstermektedir ki gayrimenkul sertifikalarının geri alımında yatırımcıya hiçbir tercih hakkı bırakılmamaktadır.⁷ İhraççı izahnamede belirtmek koşuluyla isterse bu düzenlemeye uyar isterse uymaz.

3.3. Raporlar

3.3.1. Gayrimenkul Değerleme Raporu

Gayrimenkul sertifikalarının ihracının önemli unsurlardan biri değerlendirme raporlarıdır. Gayrimenkul sertifikaları tebliğinde, Kurula ihraç için başvuru yapılacağı sırada, proje bitiş tarihlerinde, tebliğde belirtilen diğer durumlarda (Güvence raporu kapsamında, Tali edim ifa süresi bitiş tarihi itibarıyla satılamayan bağımsız bölümlerin olması durumunda) ve Kurulca uygun görülecek diğer aşamalarda değerlendirme raporu hazırlanması zorunlu görülmüştür.

Değerlendirme raporları, Kurul'dan değerlendirme yetkisi almış değerlendirme kuruluşları tarafından düzenlenir. Değerleme raporlarını önemli hale getiren unsur, raporda tespit edilen gayrimenkul birim değer, gayrimenkul sertifikalarının satış fiyatına referans olmasıdır. Tebliğde ihraç fiyatının (gayrimenkul sertifikası satış fiyatı) ihraççı tarafından takdir edileceğini belirtmekle birlikte bu fiyata değerlendirme raporunda tespit edilen birim değer bedelinin referans alınması gerektiği belirtilmiştir.⁸

7 Gayrimenkul sertifikalarının geri alınması, 3/8/2016 tarihli resmi gazetede yayımlanan değişiklik ile Kentsel Dönüşüm Amaçlı Projeler Kapsamından İhraç Edilecek Gayrimenkul Sertifikaları içinde düzenlenmiş ve bu projeler için ihraç edilen sertifikalarda geri alım şart konulmuştur. Bu ihraçlarda vade boyunca yapılacak geri alımlara ilişkin asgari tutar ve fiyat bilgisinin her ayın ilk işlem günü kamuya açıklanması şartı getirilmiştir. Geri alım fiyatının da hiçbir durumda ihraç fiyatından aşağı olmayacağı belirtilmiştir. Ancak bu düzenleme hiçbir uygulama alanı bulamadan 7/3/ 2017 tarihli yayımlanan resmi gazetede ki tebliğ değişikliği ile yürürlükten kaldırılmıştır. Yatırımcı yararına olan bu düzenlemenin niçin kaldırıldığı Kurul tarafından kamuoyuna açıklanması gerekir.

8 Tebliğde bu husus "Değerleme raporunda gayrimenkul sertifikalarına konu edilen bağımsız bölümlerin tahmini satış bedeli ile bu bedelin belirlenmesinde esas alınan emsal değerlere bağımsız bölümlerle ilişkilendirilmek suretiyle yer verilmesi zorunludur. Değerleme raporunda gayrimenkul projesindeki emsal satış bedellerine yer verilmesi zorunludur. (VII-128.2, md.6/f.1)" açıklaması ile detaylandırılmıştır.

Tebliğde vurgulanan gayrimenkul sertifikasının satış fiyatına referans olacak emsal değerler kavramından, tek bir ihraç fiyatının değilde bir fiyat aralığının da tespit edilebileceği anlaşılmaktadır. Değerleme raporun da fiyat tespiti bu şekilde belirlenecek ise bunun kısıtlı bir aralık olarak tespit edilmesi gerekir. Bu yapılmadığı takdirde bu husus suistimale açık bir durumu ortaya koyar. Bu aralığın belirlenmesinde Sermaye Piyasası araçlarının satışı tebliğindeki halka arz-daki satış yöntemleri referans alınabilir. İlgili tebliğde talep bir fiyat aralığında yapılacaksa burada marjın en fazla yüzde yirmi olabileceği belirtilmiştir. (Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği II-5.2, md. 14/f.8)

Gayrimenkul sertifikaları tebliğinde belirtilen değerlendirme raporlarına ilişkin eksik bırakılan diğer bir konu, tek bir değerlendirme raporu ile değer tespitinin yapılmasının yeterli görülmesidir. Ancak, ihraca konu gayrimenkul sertifikasının değer tespitine referans olacak değerlendirme raporunun tek bir değerlendirme kuruluşu tarafından hazırlanması, değer tespitinin doğruluğuna şüphe düşürmektedir. Bu şüphenin ortadan kaldırılması ve yatırımcıya güven verilebilmesi için, Kurula başvuru sırasında iki bağımsız değerlendirme kuruluşu tarafından iki ayrı değerlendirme raporu hazırlanması daha uygun olacağı görülmektedir.

3.3.2. Yatırımcı Raporu

Yatırımcı raporu, yurtiçi yatırımcılara yönelik olarak gayrimenkul sertifikasına konu bağımsız bölümlerin tamamlanma düzeyini ve rapor döneminde gerçekleştirilen asli edimlere ilişkin bilgileri içeren bir bilgilendirme raporudur. Raporun ihraççı tarafından 6 aylık dönemler itibarıyla düzenlenmesi zorunludur. Rapor ihraççının internet sitesi ve KAP'ta ilan edilir. İhraççı, yatırımcılara daha kısa dönemler itibarıyla raporlama yapabilir.

3.3.3. İnşaat İlerleme Raporları ve Fizibilite Raporu ⁹

İnşaat ilerleme raporları, ihraçtan elde edilen fonların inşaat ilerleme esasına göre ihraççıya aktarılabilmesini teminen yapı denetim kuruluşları tarafından düzenlenir. Fizibilite raporu ise, edimlerin ilgili ifa süreleri içerisinde yerine getirilemeyeceğinin anlaşılması durumunda, yapı denetim kuruluşları tarafından projeye ilişkin hazırlanan rapordur. Fizibilite raporu projenin gecikmesi durumunda 15 iş günü içerisinde hazırlanır. Bu raporda asgari olarak, projenin mevcut

⁹ Bu raporların yapı denetim kuruluşları tarafından hazırlanması gerektiği belirtilmiştir. Ancak "İhraççının TOKİ, İller Bankası Anonim Şirketi ve bunların bağlı ortaklıkları ve iştiraklerinin ihraççı olmadığı, ancak tamamen veya kısmen sahip olduğu arsa ve arazilerin gayrimenkul projesine konu edildiği ihraçlarda ve Sermayelerinin % 51 veya daha fazlası doğrudan veya dolaylı olarak kamuya ait olan ihraççılarda gerçekleştirilecek gayrimenkul sertifikası ihraçları için sayılan raporlar yapı denetim kuruluşları yerine başka kurumlarca hazırlanabilir" denilmektedir. Başka kurumlardan ne kast edildiği hususu VII-128.2 no'lu tebliğ kapsamında 14 üncü maddede açıklanmıştır. TOKİ, İller Bankası Anonim Şirketi veya başka kurumların bu kurumlar olduğu belirtilmiştir. Bu durumda Kamu kurumları kendi projelerine ilerleme raporu düzenleyerek ihraçtan elde edilen fonu kullanabileceklerdir. Kanaatimizce Gayrimenkul sertifikası ihraççısının kamu kuruluşu olduğunda bu tarz muafiyetler verilmesi, tam şeffaflık açısından uygun görülmemektedir.

tamamlanma düzeyi ile bitirilmesi için gerekli olan süre ve tahmini maliyet hakkında bilgi verilir. Fizibilite raporu KAP'ta ilan edilir.

Yapı denetim kuruluşları hazırlamış oldukları fizibilite ve inşaat ilerleme raporlarında yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden bu sorumludur.

SONUÇ

Gayrimenkul sertifikalarının ihracı ile gayrimenkul projelerinin finansmanında çeşitlilik sağlanması amaçlanmıştır. Gayrimenkul sertifikaları, ihracı olan şirketlere kaynak sağlamak açısında çok önemli bir sermaye piyasası aracıdır. İhraca ilişkin yapılan düzenlemeler piyasanın ihtiyaçlarına cevap verir niteliktedir. Düzenlemelerde ihracının yeterlilikleri tanımlandıktan sonra yatırımcının mağdur olmaması noktasında neler yapılması gerektiğine ilgili tebliğde yer verilmiştir.

Tebliğde yatırımcının en temel mağduriyetinin projenin tamamlanmaması ve buna bağlı olarak mağdur olabilmesi esas alınmıştır. Düzenleyici otorite, yatırımcının mağdur olmaması noktasında sertifikaya konu projenin bitirilmesini öncelikli amaç olarak belirlemiş ve alınması gereken tedbirleri tebliğde belirtmiştir. Bu kapsamda yapılan düzenlemeler, projelerin yarım kalmayacağına dair yatırımcıya güven vermektedir. Ancak, tebliğdeki gayrimenkul sertifikalarının ihracı fiyatının ilişkin düzenlemeler, yatırımcının aleyhine uygulamalara gidilebileceğini göstermektedir. İhrac fiyatındaki suiistimler, sertifikanın ikincil piyasa işlemlerinde de referans olacağından yatırımcının mağduriyetine sebep olması mümkündür. İhrac fiyatının çok yüksek belirlenmesi, ikincil piyasada talep görmemesine ve halka arzdan talepte bulunanların mağduriyetine neden olacaktır.

Son olarak, tebliğde yatırımcının haklarını korumaya yönelik olarak yapılan birçok düzenleme, ihracının kamu kuruluşları olduğu durumlarda ihracı lehine muafiyet olarak belirlenmiştir. Gayrimenkul sertifikalarının ihracında, Kamu kuruluşlarının gözetim ve denetim dışı bırakılmasının doğru olmadığı ilk gayrimenkul sertifikasının piyasa performansında da ortaya kmıştır

KAYNAKÇA

- ERSOY Mehmet, GüMRüKçüOğLU Z. Zehra, (2017) "Bir Sermaye Piyasası Aracı Olarak Gayrimenkul Sertifikası: Park Mavera III Projesi zerine Bir İnceleme" Yorum-Yönetim-Yöntem Uluslararası Yönetim-Ekonomi ve Felsefe Dergisi Cilt: 5 •Sayı: 2, 2017
- KöROğLU, Abdülkadir.(2016). "Gayrimenkul Sertifikası Modeli Ve Türkiye'de Uygulanabilirliği". Gazi İktisat ve İşletme Dergisi Cilt 2, Sayı 1, 2016
- ÜLEV, Salih. SAVAşAN, Fatih. SELÇUK, Mervan.(2017) "Gayrimenkul Sertifikalarının İslam İktisadı Perspektifinden Değerlendirilmesi". International Journal of Islamic Economics and Finance Studies (IJISEF). Vol 3, No 2 2017
- VURGUN, Kudret. (2011). "Yeni şehirleşme Ve Kentsel Dönüşüm Projelerinin Sermaye Piyasası Yoluyla Finansmanı: Gayrimenkul Sertifikaları" 2016/3

SERMAYE PİYASASI KURULU. “Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği” (VII-128.2)

SERMAYE PİYASASI KURULU. “Borçlanma Araçları Tebliği” (VII-128.8)

SERMAYE PİYASASI KURULU. “Geri Alınan Paylar Tebliği” (II-22.1)

İnternet Kaynakları

SERMAYE PİYASASI KANUNU, www.spk.gov.tr. (28.08.2017)