



GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI:

ÇEŞİTLİ ÜLKELERDEKİ UYGULAMALAR VE TÜRKİYE İÇİN ÖNERİLER

Uzman Erkan ÖZGÜÇ

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ	1
1. DÜNYA'DA GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI UYGULAMALARI	3
1.1. ALMANYA'DAKİ GYF UYGULAMALARI	3
1.1.1. ALMAN AÇIK UÇLU GYF'LERİN ÖNE ÇIKAN ÖZELLİKLERİ.....	4
1.1.2. ALMANYA'DAKİ AÇIK UÇLU GYF'LERİN DİĞER DOLAYLI GAYRİMENKUL YATIRIM ARAÇLARI İLE KARŞILAŞTIRILMASI.....	6
1.1.2.1. Açık Uçlu GYF ile GYO'nun Karşılaştırılması:.....	6
1.1.2.2. Açık Uçlu GYF ile Kapalı Uçlu GYF'nin Karşılaştırılması:	7
1.1.2.3. Açık Uçlu GYF Katılma Belgeleri ile Gayrimenkule Dayalı Borçlanma Araçlarının Karşılaştırılması:	8
1.1.3. ALMANYA'DA AÇIK UÇLU GYF'LER İLE İLGİLİ OLARAK YAPILAN YASAL DÜZENLEMELER.....	8
1.1.3.1. Birinci, İkinci ve Üçüncü Finansal Piyasaları Geliştirme Yasaları.....	8
1.1.3.2. Dördüncü Finansal Piyasaları Geliştirme Yasası	9
1.1.3.3. Alman Açık Uçlu GYF'lerin Tabi Olduğu Mevcut Düzenlemeler.....	10
1.1.4. AÇIK UÇLU GYF'LERDE YAŞANABİLECEK LİKİDİTE KRİZİNE KARŞI ALINAN TEDBİRLER.....	12
1.2. MALEZYA'DAKİ GYF UYGULAMALARI	13
1.2.1. GYF'LERİN YATIRIM YAPABİLECEĞİ VARLIKLAR	14
1.2.2. BORSA'YA KOTE OLMUŞ GYF'LERİN PORTFÖY SINIRLAMALARINA İLİŞKİN UYACAĞI KURALLAR	15
1.2.3. BORSA'YA KOTE OLMAMIŞ GYF'LERİN PORTFÖY SINIRLAMALARINA İLİŞKİN UYACAĞI KURALLAR	15
1.2.4. GENEL OLARAK GYF'LERİN TABİ OLDUĞU KURALLAR	16
1.2.4.1. Genel Portföy Kuralları İle İlgili Düzenlemeler	16
1.2.4.2. Gayrimenkul Değerlemesi İle İlgili Düzenlemeler	17
1.2.4.3. Katılma Belgesi Fiyatı İle İlgili Düzenlemeler	18
1.2.4.4. Katılma Belgesi Geri Alımı İle İlgili Düzenlemeler	19
1.2.4.5. GYF'nin Denetimi İle İlgili Düzenlemeler	20
1.3. KORE'DEKİ GYF UYGULAMALARI	20
1.3.1. İnançlı Mülkiyete Dayalı GYF Modeli	21
1.3.2. Fon'un Kurulması Prosedürü	21
1.3.3. Fon'un Katılma Belgesi İhracı	21
1.3.4. Fon'un Borçlanması	21
1.3.5. Fon Portföyüne Gayrimenkul Satın Alınması	22
1.3.6. Fon'un Gayrimenkul Kiralaması.....	22
1.3.7. GYF Yapısının Avantajları	22
1.3.8. Fon Katılma Belgesi Sahiplerinin Kontrol Gücü	23
1.3.9. Bir Yatırımcının GYF'nin %80'inden Fazlasına Sahip Olamaması.....	23
1.3.10. Fon Katılma Belgesinin Satılması İle Sağlanan Kazançların Vergilendirilmesi .	23
1.3.11. Kore Vatandaşı Olmayanların Fon Katılma Belgesi Satın Alması	24
1.3.12. Fon Katılma Belgelerinin Yatırımcılar Tarafından Satın Alınması Süreci.....	24
1.3.13. Kore'deki GYF'lere İlişkin Beklentiler	24
1.4. HİNDİSTAN'DAKİ GYF UYGULAMALARI	24
1.4.1. GYF Yapısı	25
1.4.2. GYF'nin Yatırımları.....	25
1.4.3. Beklentiler	26

1.5. SLOVAKYA'DAKİ GYF UYGULAMALARI	26
1.5.1. Slovakya GYF'sinin Öne Çıkan Özellikleri.....	26
1.6. ÇEK CUMHURİYETİ'NDEKİ GYF UYGULAMALARI.....	28
1.6.1. Çek Cumhuriyeti GYF'sinin Öne Çıkan Özellikleri.....	28
2. ÇEŞİTLİ ÜLKELERDE YAŞANMIŞ GYF KRİZLERİ.....	29
2.1. ALMANYA'DAKİ KRİZ	29
2.2. HOLLANDA'DAKİ KRİZ	31
2.3. AVUSTRALYA'DAKİ KRİZ	31
2.4. İSVİÇRE'DEKİ KRİZ	31
3. GYF'LERİN ALIM SATIM GARANTİSİ VERMELERİNİN AVANTAJ VE DEZAVANTAJLARI.....	32
4. GYF'LERDE YAŞANABİLECEK OLASI BULAŞICI NİTELİKTEKİ KRİZ HALLERİ	34
5. ÖNERİLER VE SONUÇ	35
KAYNAKÇA	37
EK DİZİNİ.....	39

GİRİŞ

Gayrimenkul yatırımı temelde üç farklı şekilde yapılabilir. Bunlar doğrudan gayrimenkul satın alınması, gayrimenkul yatırım ortaklığı (GYO) hissesi satın alınması ve gayrimenkul yatırım fonu (GYF) katılma belgesi satın alınmasıdır. Doğrudan gayrimenkul alınması önemli miktarda sermaye gerektiren bir işlem olacağı için bireysel yatırımcılar nezdinde bu tür bir yatırım imkanı oldukça sınırlıdır. GYO hissesi satın alınması yolunun tercih edilmesinde ise söz konusu yatırımdan elde edilen getiri ile gayrimenkul fiyatlarındaki değişimden kaynaklanan getiri arasında birtakım sapmaların oluştuğu görülebilmektedir. Zira GYO hisselerinin değeri spekülasyon olarak borsanın genel havasından etkilenmekte ve bu suretle birim portföy değeri ile hisse fiyatı arasında uyumsuzluklara çoklukla rastlanmaktadır. Diğer bir opsiyon olan GYF'lerde, doğrudan gayrimenkul yatırımının gerekli kıldığı yüksek sermaye gerekliliği sıkıntısına ve GYO'larda oluşan portföy değeri ile hisse fiyatı arasındaki sapmalara rastlanmamaktadır. Söz konusu avantajlar yanında hem fon olmanın sağladığı düşük risk ve profesyonel portföy yönetimi avantajlarını hem de gayrimenkule yatırım yapmanın kolaylık ve avantajını birlikte sunması ve ayrıca son zamanlarda dünyadaki gayrimenkul yatırım fonlarının ortalama getirilerinin dikkat çekici boyutlara ulaşması sebebiyle GYF'ler yatırımcılar tarafından tercih edilen önemli bir yatırım aracı niteliğine dönüşmüştür. Aşağıda verilen tabloda 31.12.2007 ve 31.12.2006 yılları itibariyle Avrupa'daki gayrimenkul yatırım fonlarının büyüklüğü verilmektedir.

	31.12.2006 (Milyar Euro)	31.12.2007 (Milyar Euro)	Değişim Yüzdesi (%)
Gayrimenkul Yatırım Fonları Portföy Değeri Toplamı	189	199	5.3

Kaynak: EFAMA (<http://www.efama.org/>), Ziyaret Tarihi: 02.04.2008.

Söz konusu tablodan görüleceği üzere, Avrupa bölgesinde gayrimenkul yatırım fonları portföy büyüklüğünde, 2006 yılından 2007 yılına, %5.3'lük bir artış gerçekleşmiştir.

Giderek büyüyen portföy büyüklükleri GYF'leri önemli bir finans aktörü haline getirmiştir. Buna rağmen, uluslararası alanda üzerinde yeterli araştırmalar ve çalışmalar yapılmamış olması sebebiyle GYF'ler GYO'lar kadar tanınmamaktadır. Öte yandan, GYF'ler

buldukları ülke dışında da yatırımlara yönelmeye başladıkları için uluslararası piyasalarda daha fazla gelişecekleri yönünde ilk işaretleri de vermişlerdir.

Öte yandan, dünyada önemi ve uygulamaları dikkat çekici şekilde artmaya devam eden GYF'ler, ülkemizde bir sermaye piyasası kurumu olarak, halihazırda GYF'lere ilişkin bir mevzuat düzenlemesi bulunmadığından, kurulma olanağına sahip değildir. Bu çerçevede, işbu çalışmanın temel amacı diğer ülkelerdeki GYF uygulamaları hakkında bilgi vermek ve ülkemizdeki olası mevzuat düzenlemelerinde dikkate alınmasında fayda görülen hususları belirtmek suretiyle bu düzenlemelere ışık tutmaktır.

Çalışmanın birinci bölümünde dünyada gayrimenkul yatırım fonu uygulamalarına örnekler verilmektedir. Uygulamaları hakkında bilgi verilen ülkeler Almanya, Malezya, Kore, Hindistan, Slovakya ve Çek Cumhuriyeti'dir. Söz konusu ülkelerin seçilmesinde, GYF uygulamalarının uzun yıllardan beri mevcut olduğu ülkeler ile GYF uygulamasına yeni geçmiş gelişmekte olan ülkelerin dikkate alınması kriteri uygulanmıştır. Bunun yanında, yapılan incelemeler neticesinde, Almanya'daki uygulamaların geçmişinin oldukça eskiye dayandığının, diğer ülkelerdeki uygulamalara göre daha istikrarlı bir tablo oluşturduğunun ve yakın zamanda GYF üzerine düzenleme yapan ülkelerin genellikle Alman modelini benimseme eğiliminde olduklarının tespit edilmesi nedeniyle, Almanya'daki GYF uygulamaları diğer ülke uygulamalarına göre daha detaylı olarak çalışmaya dahil edilmiştir.

İkinci bölümde, çeşitli ülkelerde yaşanan gayrimenkul yatırım fonları krizlerinden bahsedilmekte ve bu kriz örneklerinden hareket edilerek GYF'lerin karşılaşılabileceği riskler vurgulanmak istenmektedir.

Üçüncü bölümde, GYF'lerin katılma belgelerinin alım ve satımını garanti etmeleri durumunun avantaj ve dezavantajları belirtmek suretiyle ülkemizde yapılacak olası düzenlemelerde konu hakkında yapılacak politika tercihlerine perspektif kazandırılması amaçlanmaktadır.

Dördüncü bölümde, GYF'lerde yaşanabilecek olası bulaşıcı nitelikteki kriz halleri hakkında çeşitli bilgiler verilmekte ve GYF uygulamalarının profesyonelce ve azami dikkat ve özenin gösterilmesi suretiyle yapılması gerektiği hususuna dikkat çekilmeye çalışılmaktadır.

Son bölümde, GYF'ler ile ilgili diğer ülke uygulamaları ve yaşanan krizler dikkate alınarak ülkemizde yapılacak olası GYF düzenlemelerinde dikkate alınmasında yarar bulunan önemli hususlara değinilmek suretiyle ileride yapılabilecek düzenleyici nitelikteki uygulamalara ışık tutulmaya çalışılmaktadır.

1. DÜNYA'DA GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI UYGULAMALARI

Bu bölümde Almanya, Malezya, Kore, Hindistan, Slovakya ve Çek Cumhuriyeti'nde uygulanmakta olan GYF düzenlemeleri hakkında bilgiler verilmektedir. Gayrimenkul sektöründe Amerika Birleşik Devletleri'nin (ABD) payı önemli miktarda olsa da, ABD'de GYF yapısından ziyade GYO yapısı ağırlıklı olduğundan bu çalışmaya ABD dahil edilmemiştir. Alman GYF uygulamalarının daha köklü ve başarılı olduğu görüldüğünden Almanya'ya ilişkin bilgiler diğer ülke uygulamalarına ilişkin bilgilere göre daha detaylı olarak hazırlanmıştır.

1.1. ALMANYA'DAKİ GYF UYGULAMALARI

Açık uçlu GYF'ler, Almanya'da önemli bir dolaylı gayrimenkul yatırım aracı haline dönüşmüştür. Bu gelişimin başlıca iki sebebi vardır. İlki, 2000 yılında borsada yaşanan düşüşten sonra yatırımcıların daha güvenli yatırımlara yönelmeyi tercih etmeleridir. İkincisi, bono getirilerinin düşük olması sebebiyle gayrimenkul yatırımının iyi bir tercih olarak ortaya çıkmış olmasıdır.

Almanya'da açık uçlu GYF'ler yanında kapalı uçlu GYF'ler ve GYO'lar da bulunmaktadır. GYO'lar borsadaki genel yatırım havasından etkilenmektedir. Kapalı uçlu GYF'ler ise asgari yatırım miktarının yüksek olması, ikincil piyasasının bulunmaması ve portföy çeşitlendirmesinin olmaması nedeniyle yatırımcılar tarafından çok ilgi görmemektedir. Öte yandan, çeşitlendirme yoluyla riskin azaltılması, asgari yatırım miktarının düşüklüğü ve katılma belgelerinin her gün satılabilirliği nedeniyle açık uçlu GYF'ler daha çok talep görmektedir. Diğer bir önemli neden ise açık uçlu GYF'lerin, diğer gayrimenkulle bağlantılı dolaylı yatırım enstrümanlarıyla kıyaslandığında, yatırımcıya genelde kaybettirmemiş olmasıdır. Bu özelliklerinden ötürü, bu fonlara yüksek miktarlarda sermaye girişi olmuştur.

Mevcut fon sayısındaki düşük oranına karşın, açık uçlu GYF'ler yatırım fonları piyasasında yönetilen varlıkların piyasa değerine göre önemli bir aktör konumundadır. 2003 yılında, bu fonlar tarafından yönetilen varlıkların piyasa değeri yaklaşık 85 milyar Euro olup, bu tutar toplam fon piyasasının yaklaşık %20'sine tekabül etmektedir. Buna karşın GYO'ların bu dönemdeki piyasa kapitalizasyonu yaklaşık 10 milyar Euro tutarındadır. Buna göre GYO'lar GYF'lere göre çok daha küçük boyuttadır. Örneğin, GYF başına düşen varlık toplam değeri 3 milyar Euro civarındayken, GYO başına düşen varlık toplam değeri sadece 150 milyar Euro civarındadır.

1.1.1. ALMAN AÇIK UÇLU GYF'LERİN ÖNE ÇIKAN ÖZELLİKLERİ

Alman açık uçlu GYF'sinin özelliklerinin anlaşılması için öncelikle sahiplik yapısının ve yasal çerçevesinin iyi bilinmesi gerekmektedir. Bu kapsamda bilinmesi gereken ilk kavram "Sermaye Yatırım Şirketi"dir (Kurucu Şirket). Alman Yatırım Yasası'nda (German Investment Law) Kurucu Şirket, temel amacı yatırımcılardan topladığı paralarla (deposits) sermaye yatırımı yapmak olan bir şirket olarak tanımlanmıştır. Sermaye yatırımları Kurucu Şirket adına ve fakat yatırımcılar hesabına yapılmakta olup yatırımcıların haklarını temsilen Kurucu Şirket tarafından katılma belgesi ihraç edilmektedir.

GYF'lerin kurulması üç temel aşamada gerçekleşmektedir. İlk aşama ne tür bir fonun kurulacağına karar verme aşamasıdır, zira Alman Yatırım Yasası'nda birkaç çeşit fon tanımlanmıştır. İkinci aşama, fonun özelliklerinin ve yatırımcı haklarının detaylı olarak belirtildiği fon tüzüğü ve izahnamesinin hazırlanmasıdır. Son aşama ise, fonun kazanç ve kayıplarının hesaplanması ve tutulması için birbirinden bağımsız bir hesap grubunun oluşturulmasıdır. Söz konusu üç aşamanın tamamlanması sonrasında, Kurucu Şirket, yatırımcıların fon getirisi üzerinde hak sahibi olabilmeleri için katılma belgelerini sunar. Katılma belgelerinin yatırımcılar tarafından satın alınması suretiyle sermayenin tamamlanması sonrasında, Kurucu Şirket, fon hesabına çeşitli varlıklar satın almaya başlar. Bunu yaparken, yasada ve fon tüzüğünde belirtilen yatırım kurallarına uygun hareket etmek zorundadır.

GYF'nin birim başına net varlık değeri (katılma belgesi değeri) hesaplanırken tüm varlıkların piyasa değerleri toplamından fonun yükümlülükleri düşülüp, bakiye tutar ihraç

edilmiş katılma belgesi adedine bölünür. Fonun varlıkları gayrimenkuller yanında sabit getirili enstrümanlardan (tahvil, hazine bonusu ve nakit) oluşur. Finansal varlıklar cari piyasa fiyatlarına göre değerlendirilirken, gayrimenkullerin piyasa değerleri bağımsız gayrimenkul değerlendirme uzmanları tarafından takdir edilir. Genelde, bu gayrimenkuller yılda en az bir defa olmak üzere değişik tarihlerde değerlemeye tabi tutulur, bu nedenle toplam değer herhangi bir anda kısmen güncellenir.

Açık uçlu özelliğinden ötürü, fon hiçbir zaman alım-satıma kapalı değildir. Bununla birlikte, fon katılma belgeleri ikincil bir piyasada işlem görmez. Bunun yerine yatırımcıların satın aldıkları katılma belgelerini kurucuya geri satma hakları vardır. Katılma belgeleri daha önce bir bilgilendirme gerekmeksizin Fon'a geri satılabilmektedir. Bu durum katılma belgelerini hisse senetleri ve tahviller gibi likit bir enstrüman haline getirmektedir.

Maddeler halinde belirtilmek istenirse, Alman açık uçlu GYF'ler aşağıda belirtilen özellikleri ile öne çıkmaktadır:

i. Yasal açıdan bakıldığında, GYF'ler, yatırımcıların sermaye katılımları ile oluşturulmuş olan ve yönetici şirketin varlıklarından ayrı tutulan bir varlık havuzu niteliğindedir.

ii. Açık uçlu GYF'ler tüzel kişiliğe sahip değildir.

iii. Açık uçlu GYF'ler Kurucu Şirket tarafından kurulup kamu otoritelerince gözetlenmekte ve denetlenmektedir.

iv. Açık uçlu GYF'ler, varlık yönetimi alanında uzmanlaşmış banka olarak tanımlanabilecek yatırım yönetim şirketleri tarafından yönetilmektedir. Yatırım yönetim şirketleri değişik yatırım fonları varlıklarını yöneten ve anonim şirket ya da limited şirket olarak yapılandırılmış şirketlerdir. Bu şirketlerin hissedarlarının genellikle bankalar ya da sigorta şirketleri olduğu görülmektedir.

v. Açık uçlu GYF katılma belgelerinin (paylarının) arkasında doğrudan gayrimenkuller ve likit varlıklar bulunmaktadır.

vi. Katılma belgelerinin fiyatı günde bir defa ilan edilmektedir. Bu fiyat gayrimenkullerin ve likit varlıkların düzenli olarak değerlemeye tabi tutulması neticesinde tespit edilmektedir. Değerleme işlemi her bir gayrimenkul bazında düzenli olarak yılda bir defa yapıldığı ve her bir gayrimenkulün değerlemeye tabi tutulduğu tarihler yıl içinde farklı tarihlere rastladığı için, fonun katılma belgesinin geri alma fiyatı gayrimenkul piyasasında

gerçekleşen fiyat değişimlerine çok hızlı olmasa da yumuşak geçişler şeklinde uyum sağlamaktadır.

vii. GYF'nin hangi varlıklara yatırım yapabileceği yasal olarak ve fon tüzüğüyle belirlenmiş olmakla birlikte, GYF'ler riskin dağıtılması ilkesi çerçevesinde portföy çeşitlendirmesi yapmaktadır.

viii. GYF'ler, gayrimenkullerini aldıkları ve sattıkları anda, bu gayrimenkulleri bağımsız gayrimenkul değerlendirme uzmanlarına değerletmek zorundadır.

ix. GYF katılma belgelerinin ikincil bir piyasası bulunmamakta olup alım satım ilişkisi ancak fon kurucusu ve yatırımcı arasında kurulabilmektedir. Katılma belgelerinin satılması fonun hacmini genişletirken, geri alım fon hacmini daraltmaktadır.

x. Kurucu şirket, GYF'nin büyüklüğüne göre belirli tutarda yıllık yönetim ücreti almakta ve alım-satım "spread"inden kazanç sağlamaktadır.

xi. Açık uçlu GYF'ler (diğer yatırım fonları gibi) kurumlar vergisinden muaf tutulmaktadır. Bireysel fon katılma belgesi sahibi ise kar payları, faiz ödemeleri ve fonun varlıklarından kaynaklanan kira gelirleri üzerinden gelir vergisi ödemek zorundadır. Öte yandan, bireysel yatırımcı bazında fon varlıklarının değerlendirilmesi sonucunda ortaya çıkan kazançlar üzerinden vergileme yapılmamaktadır.

1.1.2. ALMANYA'DAKİ AÇIK UÇLU GYF'LERİN DİĞER DOLAYLI GAYRİMENKUL YATIRIM ARAÇLARI İLE KARŞILAŞTIRILMASI

1.1.2.1. Açık Uçlu GYF ile GYO'nun Karşılaştırılması: Birçok ülkede gayrimenkul alanında GYO'lar baskın yapıyı oluştururken, Alman piyasasında en önemli role açık uçlu GYF'ler sahiptir. Her iki yapıdaki temel fikir pay satımı yoluyla elde edilen paranın gelir üreten gayrimenkullerden oluşan portföylere yatırılmasıdır. Her ikisinde de yatırımlar küçük miktarlarda yapılabilmekte, hakları temsil eden belgeler günlük olarak satılabilmekte ve her ikisi için de kurum bazında vergi muafiyeti bulunmaktadır.

Öte yandan, GYO'larda alış-satış "spread"i GYF'lere nazaran daha düşüktür. GYO'larda hisse senetlerindeki genel alış-satış "spread"i uygulanırken, açık uçlu GYF katılma belgeleri ortalama %5'lik bir primle satılmaktadır¹. GYO ve GYF arasındaki spread

¹ Örneğin, Alman piyasasındaki en büyük gayrimenkul yatırım fonlarından olan Hausinvest (7 Mart 2003 tarihinde) 43,98 Euro'ya satış, 41.89 Euro'ya alış yapmaktadır. Alış-satış arasındaki bu fark yaklaşık %4.75'lik bir orana tekabül etmektedir.

farklılığı buldukları piyasaların farklılığı ile açıklanmaktadır. GYO hisseleri ikincil piyasada alınıp satılabilirken, GYF katılma belgeleri sadece kurucu şirket ve yatırımcı arasında alınıp satılabilmektedir.

Diğer farklılık pay birimlerinin alım-satımından etkilenme boyutu ile ilgilidir. Halka arz ile hisselerin satılması sonrasında piyasadaki işlem hacmi ve hisse fiyatları GYO'yu doğrudan etkilememektedir. Öte yandan, katılma belgelerinin alım-satımı GYF'yi doğrudan etkilemektedir. Zira katılma belgelerinin satışı fonun portföy büyüklüğünü artırırken, katılma belgelerinin geri alımı, nakit çıkışı nedeniyle, fonun büyüklüğünü azaltmaktadır. Ayrıca, GYF'nin katılma belgelerinin alım ve satım fiyatları portföyün net bugünkü değerine bağlıyken, GYO hisselerinin fiyatı borsadaki dalgalanmalardan etkilenmektedir.

1.1.2.2. Açık Uçlu GYF ile Kapalı Uçlu GYF'nin Karşılaştırılması: Alman açık uçlu ve kapalı uçlu GYF'ler, her iki yapının da fon olması dışında, fazlaca ortak yöne sahip değildirler. Aralarındaki farklılıklar daha dikkat çekici olup bu farklılıklar temelde söz konusu iki fonun yasal yapılarında, büyüklüklerinde ve yatırımcı sayılarında ortaya çıkmaktadır. Buna göre;

i. Kapalı uçlu fonlar şirket yapısı şeklinde (genellikle iş ortaklığı -partnership- şeklinde) kurulup tüzel kişiliğe sahipken, açık uçlu fonların ayrı bir tüzel kişiliği bulunmamaktadır.

ii. Kapalı uçlu yapının tersine, açık uçlu GYF'ler, talep olması halinde, devamlı olarak yeni paylar (katılma belgeleri) ihraç edebilmektedirler.

iii. Kapalı uçlu fonların büyüklüğü sınırlıdır, zira belirli miktardaki sermaye toplanınca fon dışarıya (alım-satım) kapatılır. Bu nedenle, yatırımcıların sayısı sabittir ve bu bireysel yatırımcılar genelde bu yatırımlarında uzunca bir süre beklemek durumunda kalırlar.

iv. Kapalı uçlu fonların pay birimleri ikincil piyasada satılabilmekte iken açık uçlu fonlarda alım-satım sadece kurucu şirket ve yatırımcı arasında gerçekleştirilebilmektedir. Bununla birlikte, her ne kadar kapalı uçlu fonların pay birimlerinin ikincil piyasada satılması yasak olmasa da organize piyasasının olmaması fiili bir satım zorluğu yaratmaktadır.

v. Kapalı uçlu fonlarda yatırımcıların katılımları 10,000–25,000 Euro civarında büyük miktarları gerekli kılmakta iken açık uçlu fonlarda asgari yatırım miktarı çok daha düşüktür. Bu nedenle, kapalı uçlu fon pay birimleri açık uçlu fon katılma belgeleri kadar likit değildir.

1.1.2.3. Açık Uçlu GYF Katılma Belgeleri ile Gayrimenkule Dayalı Borçlanma Araçlarının Karşılaştırılması: Açık uçlu GYF katılma belgeleri ABS (Asset Backed Securities-Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler) ve MBS (Mortgage Backed Securities-İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler) gibi gayrimenkule dayalı menkul kıymetlere (gayrimenkule dayalı borçlanma araçlarına) daha çok benzemektedir. Her iki yapıda da yatırımcı bir portföyde yer alan varlıklardan kaynaklanan nakit akımlarının bir hissesini satın almaktadır. Bu benzerliğe ilave olarak, GYF'deki kurucu şirket, fonksiyon itibariyle, ABS ve MBS gibi menkul kıymetlerin yapılanmasındaki “Tek Amaçlı Varlık” (Single Purpose Entity) ve vekil (fon kurucusu) ilişkisindeki vekile benzemektedir. Bu benzerlikler yanında söz konusu iki tip yatırım enstrümanı için iki temel farklılık vardır. ABS ve MBS gibi menkul kıymetler borç ilişkisine dayalı oluşturulurken, GYF'ler temelde özvarlık pozisyonuna dayanmaktadır, zira fon kaynakları borç niteliğinde değil sermaye niteliğindedir. Diğer farklılık ise, ABS ve MBS gibi menkul kıymetlerin ikinci el piyasada alım-satımı mümkün olabiliyorken, GYF katılma belgeleri sadece kurucu ve yatırımcılar arasında alım satıma konu edilebilmektedir.

1.1.3. ALMANYA'DA AÇIK UÇLU GYF'LER İLE İLGİLİ OLARAK YAPILAN YASAL DÜZENLEMELER

Almanya'nın GYF'lerde yaklaşık 50 yıl boyunca (diğer ülkelerdeki krizler dikkate alındığında istisnai şekilde) başarılı olmasının altında yasal düzenlemelerin ve kurumsal dizaynının (yapısının) etkili olduğu düşünülmektedir. Almanya'da GYF'ler ile ilgili yapılan düzenlemelere bakıldığında dört temel safhanın yaşandığı görülmektedir. Bunlar 1990, 1994, 1998 ve 2001 yılında yapılan “Finansal Piyasaları Geliştirme Yasaları”dır.

1.1.3.1. Birinci, İkinci ve Üçüncü Finansal Piyasaları Geliştirme Yasaları

Almanya'daki açık uçlu GYF'lerin tarihi 1950'lerin sonlarına kadar uzanmaktadır. Bununla birlikte, Almanya'da açık uçlu GYF'lerin kurulmasını kolaylaştıran ilk yasal düzenlemeler 1969 yılında yapılmıştır.

Öte yandan, 1990'ların başlarında, “Birinci Finansal Piyasaları Geliştirme Yasası” yürürlüğe konulmuştur. Bu yasayla GYF'lere Avrupa Birliği ülkelerinde yatırım yapabilme hakkı tanınmıştır.

1994 yılında “İkinci Finansal Piyasaları Geliştirme Yasası” yürürlüğe konulmuştur. Ancak, bu yasa ile dikkate değer değişiklikler yapıldığını söylemek güçtür. Zira, söz konusu düzenleme sonrasında Almanya’daki açık uçlu GYF sayısında önemli değişiklikler gözlenmemiştir. Söz konusu tarihte açık uçlu GYF sayısı 14 civarındadır.

1998 yılında “Üçüncü Finansal Piyasaları Geliştirme Yasası” yürürlüğe konulmuştur. Bu düzenleme ile GYF’lere, GYO’ların hisselerini satın alma hakkı verilmiş ve likidite yönetiminde daha fazla serbesti tanınmıştır. Söz konusu düzenleme sonrasında, 2000 yılı itibarıyla, açık uçlu GYF sayısı 14’ten 19’a çıkmıştır.

1.1.3.2. Dördüncü Finansal Piyasaları Geliştirme Yasası

Dördüncü Finansal Piyasaları Geliştirme Yasası (4FPGY) Alman finansal kurumlarının modernizasyonunu amaçlayan reform nitelikli bir yasadır. Bu yasanın düzenlenmesinin altında yatan saik, finansal hizmet firmaları için Almanya’nın bir finans merkezi olması yönünde gelişimini güçlendirmek ve Alman finansal kurumların başta Avrupa’da olmak üzere dünya çapında daha rekabetçi olmasını sağlamaktır.

4FPGY’nin dört temel amacı bulunmaktadır. Birincisi, Alman borsalarının rekabet edebilirliğini güçlendirmek; ikincisi, yatırım fonlarının yatırım olanaklarının yatırımcıları zarara uğratmadan artırılmasını sağlamak; üçüncüsü, finansal piyasalardaki şeffaflığı artırmak suretiyle yatırımcıların korunmasını desteklemek; sonuncusu, bankacılıkla bağlantılı finansal yapıları uluslararası standartlara bağlamak ve kara para ve terörizmin finansmanı ile mücadele etmek amacıyla gözetim ve denetim faaliyetlerini geliştirmektir.

4FPGY, GYF’ler ile ilgili olarak Alman Yatırım Yasası’nda üç önemli değişikliği beraberinde getirmiştir. Bunlar aşağıda detaylı olarak belirtilmektedir:

i. İlk değişiklik katılma belgelerine verilen haklar kapsamındadır. 4FPGY öncesinde, fonun tüm payları aynı ve eşit haklar sunmaktaydı. Örneğin, aynı fon çatısı altında bazı yatırımcıların kazançlarının yeniden yatırıma döndürülmesi diğerlerinin kazançlarının ise nakit olarak dağıtılması mümkün değildi. Diğer bir ifadeyle, GYF kazançlarının tamamı ya nakit olarak dağıtılırdı ya da ilave yatırımlara harcanırdı. Daha sonra, 4FPGY ile, farklı gruplara farklı haklar tanıma imkanı getirilmiştir.

ii. İkinci değişiklik, portföy çeşitlendirmesine ilişkin düzenlemelerin gevşetilmesidir. Örneğin, 4FPGY'den önce varlık bazında minimum ve maksimum portföy ağırlığı oldukça sıkı kurallara tabiydi. Söz konusu sıkı kuralların uygulanmasındaki amaç portföyde çeşitlendirme yapılmasını sağlamak suretiyle riski azaltmaktı. Öte yandan, bu düzenlemelerin makul yatırımların yapılmasına engel teşkil ettiği anlaşılmıştır. Bu çerçevede, 4FPGY fon yöneticilerine yatırımlarında daha fazla esneklik tanımıştır. Örneğin, önceki düzenlemeye göre, fonun kurulmasından sonraki dört sene içerisinde en az on farklı varlık (gayrimenkul) edinilmesi gerekmektedir. Bu hüküm kaldırılarak yerine, tek başına hiçbir varlığın değerinin toplam portföy değerinin %15'ini aşamayacağı ve tek başına toplam portföy değerinin %10'unu aşan varlıkların değerlerinin toplamının portföyün %50'sini aşamayacağı hükmü getirilmiştir.

iii. 4FPGY portföye alınacak varlık çeşitliliğini de genişletmiştir. Yasadan önce, fon sermayesinin %20'den fazlası "Avrupa Ekonomik Alanı" (European Economic Area) dışındaki yatırımlara yönlendirilemiyordu. Bu düzenleme kaldırılarak, yerine, daha esnek bir düzenleme olan, fonun maruz kaldığı yabancı para riskinin fonun sermayesinin %30'unu aşamayacağı hükmü getirilmiştir. Buna ilave olarak, kurucunun katılma belgesi ihracı yapması aşamasında, yatırım yapılması planlanan ülkeler hakkında yatırımcıyı önceden bilgilendirmesi zorunluluğu getirilmiştir. Buna göre, yeni düzenleme ile yasal olarak bir GYF'nin varlıklarının %100'ünün uluslararası varlıklardan oluşması mümkün olabilmektedir, yeter ki %70'i için döviz kurlarından doğacak kayıplar koruma altına alınsın ("hedge" edilsin).

4FPGY öncesinde, GYF'lerin arazi kiralaması ve Avrupa Ekonomik Alanı dışında kısmi sahiplik yapmasına izin verilmemekteydi. GYF'leri uluslararası piyasalardan uzak tutan bu düzenleme kaldırılarak, yerine, yukarıda belirtilen %30'luk parite riski düzenlemesi getirilmiştir.

1.1.3.3. Alman Açık Uçlu GYF'lerin Tabi Olduğu Mevcut Düzenlemeler

Açık uçlu GYF'ler "Yatırım Şirketleri Yasası" (Ek/1) ile düzenlenmiş olup Almanya Federal Finansal Gözetim Otoritesi'nin (BaFin) yakın gözetim ve denetimine tabi

bulunmaktadır. Bu fonların portföy sınırlamalarına ve diğer önemli hususlara ilişkin düzenlemeler aşağıda maddeler halinde belirtilmektedir.

— Satın alma anında değeri fon değerinin %15'ini aşan gayrimenkuller fona dahil edilemez,

— Tek başına toplam portföy değerinin %10'unu aşan varlıkların değerlerinin toplamı portföyün %50'sini aşamaz,

— Fon değerinin en az %51'i gayrimenkule ya da gayrimenkul şirketlerine yatırım yapılması suretiyle değerlendirilmelidir,

— Fon değerinin en fazla %49'u nakit, para piyasası enstrümanları ve menkul kıymetlerden oluşabilir,

— Fon varlıklarının en az %5'i günlük bazda likit varlıklardan oluşmalıdır,

— Fon portföyünün %50'sini aşacak tutarda borçlanma yapılamaz,

— Hedge edilmemiş döviz riski fon değerinin %30'unu aşmadığı müddetçe, uluslararası alanda yatırım yapılması mümkündür,

— Fon portföyüne ilişkin yukarıda belirtilen yatırım sınırlamaları fonun kurulduğu tarihten itibaren 4 yıl geçtikten sonra uygulanmaya başlanır,

— Gayrimenkul alım ve satımı hallerinde, bu gayrimenkullerin bağımsız gayrimenkul değerlendirme uzmanlarınca değerlemesinin yapılması ve portföydeki tüm varlıkların yılda en az bir kez ve en son değerlendirme tarihinden itibaren en geç bir yıl içinde değerlemeye tabi tutulması zorunludur,

— Fon katılma belgelerinin alış ve satış fiyatları, yapılan değerlendirme işlemleri de dikkate alınarak, her iş günü hesaplanmalı ve ilan edilmelidir,

— Fon'a dahil edilen gayrimenkullerin sahipliğini sadece fon yöneticisi üstlenebilir²,

— Fon'daki gayrimenkullerin değerlerinin belirlenmesi için Fon yöneticisi en az üç üyeden oluşan bir gayrimenkul değerlendirme komitesi belirlemelidir. Bu komitenin üyeleri gayrimenkul değerlendirme alanında profesyonel deneyime sahip, bağımsız ve güvenilir kişilerden oluşmalıdır. Her bir üye en fazla 5 yıl boyunca bu komitede görev alabilir,

— Fon'un tüm gayrimenkul alım ve satım işlemleri yatırımcılara duyurulmalıdır,

— Yatırımcılar fon katılma belgelerini Fon'a geri satmak istediklerinde, Fon'da yeterli likiditenin bulunmaması halinde tüzükte belirtilen süre sonuna kadar Fon geri alım yapmama

² Söz konusu düzenlemeden Fon portföyüne dahil edilen gayrimenkullere ilişkin tapu kayıtlarının Fon yöneticisi üzerine yapılması gerektiği anlaşılmaktadır.

hakkına sahiptir. Bu süre sonunda halen yeterli likidite oluşturulamadıysa, Fon gayrimenkul satışı yapmak zorundadır. Bununla birlikte, söz konusu gayrimenkullerin makul fiyatlar dahilinde satışı yapılana kadar Fon katılma belgelerinin geri alımını yapmama hakkına sahiptir. Ancak geri alım yapılmamasına ilişkin bu süre her halükarda 1 yılı aşamaz. Öte yandan, söz konusu 1 yıllık sürenin, Fon tüzüğünde yapılacak düzenleme ile, 2 yıla kadar çıkarılması mümkündür.

1.1.4. AÇIK UÇLU GYF'LERDE YAŞANABİLECEK LİKİDİTE KRİZİNE KARŞI ALINAN TEDBİRLER

Alman açık uçlu GYF'lerin uygulamada istikrarlı şekilde gerçekleştirdikleri geri alımları ve zamana yaygın olarak yaptıkları değerlendirme işlemleri sayesinde GYF'lerin yatırımcılara likidite garantisi sundukları söylenebilecektir. Bununla birlikte GYF'lerin varlık ve yükümlülükleri arasındaki likidite uyumsuzluğu GYF'ler açısından her zaman bir likidite krizi riskini ortaya koymaktadır. Almanya'da bu riskin yönetilmesi aşağıda belirtilen tedbirlerle sağlanmaya çalışılmaktadır:

i. “Yatırım Şirket Yasası”, Alman GYF'lerine katılma belgesi geri alımını iki yıla kadar erteleyebilme hakkı tanımaktadır. 1969'dan bu yana mevcut olan bu düzenleme Alman GYF'ler tarafından hiç kullanılmamıştır.

ii. İkinci tedbir, yeterli nakit rezervi bulundurmadır. Ani nakit çıkışlarında nakit rezervler tüketilebilmekte, ani nakit girişlerinde ise uygun gayrimenkul yatırımı kararı alınana kadar bu nakitler geçici yatırımlarda kullanılabilir.

iii. Nakit rezervler tüketildiğinde, likidite krizini aşabilmek amacıyla, GYF'ler portföy değerinin %50'sine kadar geçici borçlanabilmektedir.

iv. Alman GYF'ler, genellikle, varlıklarının %25–49 arasında bir kısmını nakit ya da tahvilde tutmaktadır. Bu nedenle, GYF'lerin risk ve getiri özellikleri salt gayrimenkulden oluşan portföye dayanmamakta, daha ziyade daha çok gayrimenkul ve sabit getirili kıymetlerden oluşan çok-varlıklı bir portföye dayanmaktadır.

v. Ani çıkışlarda GYF'leri koruyan diğer bir enstrüman alış ve satış fiyatları arasındaki “spread”tir. Yaklaşık %5³ olarak uygulanan bu spread satış maliyetlerini kapsamak yanında

³ Bu oran kabaca ortalama bir yıllık GYF getirisine denk gelmektedir. Yani yatırımcı katılma belgesi alıp bir yıl boyunca satmaz ise ortalama yaklaşık bu oranda bir getiriye sahip olmaktadır.

fon katılma belgelerinde kısa vadeli ve sık işlem yapılması isteğini azaltan etkili bir engel niteliğindedir.

vi. Son olarak, fon yöneticiliği yapan şirketlerin çoğunluğunun bankalar tarafından sahip olunması nedeniyle, bankalar likidite krizi halinde sahibi oldukları fon yöneticisi şirketlerine, katılma belgelerini satın almak suretiyle, nakit aktarımında bulunabilmektedirler. Bu durum, banka bağlantılı fon yöneticisi şirketlerinin yönetimini yaptığı fonlarda geri alım garantisi verme durumunu da kolaylaştırmaktadır.

Öte yandan, katılma belgesi satışlarında fiyata uygulanan %5'lik prim kurumsal yatırımcılara uygulanmamaktadır. Bu nedenle, kurumsal yatırımcılar Fon'a giriş ve çıkışlarda işlem maliyeti taşımamaktadırlar. Bu durum, kurumsal yatırımcıların ellerindeki nakit fazlasını geçici olarak değerlendirmek maksatlı yaklaşımları nedeniyle GYF'lerdeki yatırım vadesi perspektifini kısaltmıştır. Ayrıca kurumsal yatırımcılar, düşük işlem maliyetleri sayesinde GYF'lerdeki kısa süreli arbitraj fırsatlarını kullanmakta ve bireysel yatırımcılar aleyhinde bir sonucun doğmasına sebep olmaktadır. Bu durum Almanya'da açık uçlu GYF'lerde yaşanabilecek likidite krizi riskini artıran bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

1.2. MALEZYA'DAKİ GYF UYGULAMALARI

Malezya'da GYF düzenlemeleri 1993 yılından itibaren uygulanmaktadır. Malezya'da GYF'lerin tabi olduğu kurallara ilişkin en son düzenleme Kasım 2002'de yapılmış olan "Gayrimenkul Yatırım Fonları Kılavuzu"dur (Guidelines on Property Trust Funds) (Ek/2).

Gayrimenkul Yatırım Fonları Kılavuzu'na göre Malezya'da GYF kurulabilmesi için öncelikle Malezya Sermaye Piyasası Kurulu'ndan (Securities Commission, Malaysia) onay alınması gerekmektedir. Ayrıca, GYF'lerin ilave katılma belgesi ihraçları da aynı şekilde Malezya Sermaye Piyasası Kurulu'nun onayına tabidir.

GYF portföyü Malezya Sermaye Piyasası Kurulu'nca onaylanan bir yönetici şirket tarafından idare edilir. Geçerli nedenlerin ortaya çıkması halinde Malezya Sermaye Piyasası Kurulu yönetici şirketin yetkilerini feshedebilme yetkisine sahiptir.

Yönetici şirketin temel görevi Fon'un amaçları, Fon tüzüğü ve yasal düzenlemeler çerçevesinde gerekli dikkat ve özeni göstermek suretiyle Fon portföyünü idare etmektir. Yönetici şirket gerekli dikkat ve özeni göstermemesinden kaynaklanacak hatalarından ötürü kurucu şirkete karşı sorumludur. Fon ile ilgili muhasebe ve diğer kayıtlar Fon yöneticisi tarafından tutulur ve muhafaza edilir.

GYF ile ilgili diğer önemli aktör kurucu şirkettir. Kurucu şirket saklamacı şirket (trustee) yapısında düzenlenmiştir. Kurucu şirketin temel görevi Fon varlıklarının saklanması ve muhafazası ile katılma belgesi sahiplerinin çıkarlarının kollanmasıdır. Kurucu şirket, yönetici şirketin işlemlerini yakından takip ederek katılma belgesi sahiplerinin çıkarlarının önde tutulduğunu gözetlemek zorundadır. Kurucu şirket görevlerini yerine getirirken Fon'un amaçları, Fon tüzüğü ve yasal düzenlemeler çerçevesinde gerekli dikkat ve özeni göstermekle yükümlüdür. Söz konusu yükümlülük çerçevesinde yapacağı yakın gözetim faaliyetleri neticesinde fon yönetiminin Fon'un amaçları, Fon tüzüğü ve yasal düzenlemeler çerçevesinde yapılmakta olduğunu garanti etmek zorundadır. Ayrıca, Fon yatırımları kapsamında yapılacak olan kayıtların "Fon adına" yapılması gerekmekte olup, kurucu şirket bunun gözetimini de yapmakla mükelleftir.

Malezya'da GYF'ler Borsa'ya kote edilebilmektedir. Bununla birlikte, katılma belgesi alım-satımının sadece GYF ve yatırımcı arasında yapılabildiği yapıya uygun GYF'ler kurulması da mümkündür. Bu çerçevede GYF'ler Borsa'da işlem görenler ve görmeyenler olmak üzere iki farklı yapıda kurulabilmektedir.

1.2.1. GYF'LERİN YATIRIM YAPABİLECEĞİ VARLIKLAR

Malezya'da hem Borsa'ya kote olmuş hem de olmamış GYF'ler aşağıda verilen varlıklara yatırım yapabilmektedir;

- i. Gayrimenkuller,
- ii. Tek-amaçlı şirketler (asıl gayesi gayrimenkul yatırımı yapmak olan ve Borsa'ya kote olmamış şirketlerdir),
- iii. Gayrimenkulle bağlantılı varlıklar (diğer GYF'lerin katılma belgeleri, gayrimenkul yatırım şirketleri tarafından ihraç edilmiş ve Borsa'da alınıp satılabilen hisse senetleri,

gayrimenkul yatırım şirketleri tarafından ihraç edilmiş borçlanma aracı niteliğindeki menkul kıymetler ve ipoteye dayalı menkul kıymetlerden oluşmaktadır),

iv. Likit varlıklar (Nakit, banka mevduatları, Malezya Hükümeti tarafından ihraç edilen borçlanma araçları, Hazine tahvilleri, Devlete ait yatırım sertifikaları ve 7 gün içerisinde nakde çevrilebilecek nitelikteki diğer enstrümanlardan oluşmaktadır),

v. Gayrimenkul dışındaki varlıklar (gayrimenkul şirketleri dışındaki şirketler tarafından ihraç edilmiş ve Borsa'da işlem gören hisse senetleridir),

vi. Varlığa dayalı menkul kıymetler.

1.2.2. BORSA'YA KOTE OLMUŞ GYF'LERİN PORTFÖY SINIRLAMALARINA İLİŞKİN UYACAĞI KURALLAR

Borsa'ya kote olmuş GYF'lerin;

i. Toplam varlıklarının en az %75'i gayrimenkuller, tek-amaçlı şirket menkul kıymetleri, gayrimenkulle bağlantılı varlıklar ya da likit varlıklardan,

ii. Toplam varlıklarının en az %50'si gayrimenkuller ya da tek-amaçlı şirket menkul kıymetlerinden,

iii. Toplam varlıklarının geriye kalan %25'lik kısmı ise diğer varlıklardan (gayrimenkulle bağlantılı varlıklar, gayrimenkul dışındaki varlıklar ya da varlığa dayalı menkul kıymetler)

oluşmak zorundadır.

1.2.3. BORSA'YA KOTE OLMAMIŞ GYF'LERİN PORTFÖY SINIRLAMALARINA İLİŞKİN UYACAĞI KURALLAR

Borsa'ya kote olmamış GYF'lerin;

i. Toplam varlıklarının en az %70'i gayrimenkuller, tek-amaçlı şirket menkul kıymetleri ya da gayrimenkulle bağlantılı varlıklardan,

ii. Toplam varlıklarının en az %50'si gayrimenkul şirketleri ya da tek-amaçlı şirketlere yapılmış yatırımlardan,

iii. Toplam varlıklarının en az %20'si likit varlıklardan,

iv. Toplam varlıklarının geriye kalan %10'luk kısmı diğer varlıklardan (gayrimenkulle bağlantılı varlıklar, gayrimenkul dışındaki varlıklar ya da varlığa dayalı menkul kıymetler) oluşmak zorundadır.

1.2.4. GENEL OLARAK GYF'LERİN TABİ OLDUĞU KURALLAR

Malezya'daki GYF'lerin tabi oldukları kurallar Gayrimenkul Yatırım Fonları Kılavuzu ile düzenlenmiş olup, bu düzenlemeler aşağıda maddeler halinde verilmektedir.

1.2.4.1. Genel Portföy Kuralları İle İlgili Düzenlemeler

i. GYF toplam varlıklarının %5'inden fazlası aynı ihraçcının menkul kıymetlerinden oluşamaz.

ii. GYF toplam varlıklarının %10'undan fazlası aynı şirketler grubunun menkul kıymetlerinden oluşamaz.

iii. GYF portföyüne dahil edilecek gayrimenkuller, tamamına sahip olunmak suretiyle portföye dahil edilmelidir. Gayrimenkulün tamamına sahip olunmasının mümkün olmaması halinde gayrimenkulün büyük kısmına sahip olunmalıdır.

iv. GYF portföyüne tek-amaçlı şirket hisselerinin dahil edilmek istenmesi halinde hisselerin tamamı satın alınmalıdır. Bunun mümkün olmaması halinde hisselerin çoğunluğu portföye dahil edilmelidir.

v. GYF portföyüne dahil edilecek gayrimenkullere ödenecek fiyat gayrimenkul değerlendirme raporunda belirtilen değeri aşmamalıdır. Ayrıca, raporun hazırlandığı tarihteki şartların önemli derecede değişmemiş olması koşuluyla söz konusu gayrimenkul değerlendirme raporu en fazla 6 ay öncesinden düzenlenmiş olabilir.

vi. GYF portföyünde bulunan gayrimenkullerin ve tek-amaçlı şirket hisselerinin satılmasında kurucu şirketin onayının alınması ve bağımsız gayrimenkul değerlemesi yaptırılması zorunludur. Ayrıca, değerlendirme işleminin tamamlanması sonrasında ancak satış

işlemi öncesinde, satışa konu edilecek söz konusu varlıkların değeri ve kurucu şirketin satış onayı hakkında katılma belgesi sahiplerine bilgilendirme amaçlı duyuru yapılması gerekmektedir.

vii. GYF portföyünde bulunan gayrimenkullerin ve tek-amaçlı şirket hisselerinin satış fiyatı bağımsız ekspertiz değerinin %90'ından daha aşağı olamaz. Ayrıca, şartların değişmemiş olması koşuluyla, dikkate alınan ekspertiz raporu tarihi 6 aydan eski olamaz.

viii. GYF portföyünde bulunan gayrimenkullerin ve tek-amaçlı şirket hisselerinin satışa sunulan değerleri portföy toplam varlıklarının %50'sini aşması halinde satış öncesinde katılma belgesi sahiplerinin onayının alınması ve bu amaçla genel kurul toplantısı yapılması gerekmektedir.

ix. GYF'ler net varlık değerlerinin %30'unu aşacak şekilde borçlanma yapamazlar. Yapılacak borçlanmalar sadece yatırımlarda ya da katılma belgesi geri alımlarında kullanılabilir. Bununla birlikte, katılma belgesi geri alımlarında kullanılmak amaçlı alınan borçlar 6 ay içerisinde geri ödenmelidir.

x. GYF'ler borç ya da kredi veremeyecekleri gibi yabancı bir ülkede bulunan bir gayrimenkule yatırım yapma hali dışında ileri vadeli döviz alım ve satımında bulunamazlar. Yabancı ülkede bulunan gayrimenkullere yatırım yapılması halinde ileri vadeli döviz alım satımı işlemleri sadece korunma ve riskin yönetilmesi amaçları çerçevesinde yapılabilmektedir.

1.2.4.2. Gayrimenkul Değerlemesi İle İlgili Düzenlemeler

i. Gayrimenkullerin ekspertizi yönetici şirket tarafından atanmış ve kurucu şirket tarafından onaylanmış en az üç yıllık deneyime sahip, disiplin cezası almamış ve Malezya Değerleme Uzmanları Kurulu⁴'na üye bağımsız değerlendirme uzmanı tarafından yapılmalıdır. Bu bağımsız değerlendirme uzmanı ile kurucu şirket ve yönetici şirket arasında bağımsızlığı zedeleyecek çıkar ilişkilerinin bulunmaması gerekmekte olup, bu durum kurucu şirket tarafından garanti edilmesi gerekmektedir.

⁴ The Board of Valuers, Appraisers and Estate Agents, Malaysia (Board).

ii. Aynı gayrimenkulün aynı bağımsız değerlendirme uzmanınca arka arkaya ekspertizi en fazla iki defa yapılabilir. Üçüncü kez yapılacak değerlendirme başka bir bağımsız değerlendirme uzmanı tarafından gerçekleştirilmelidir.

iii. Değerleme uzmanlarınca yapılacak ekspertiz işlemleri Malezya Varlık Değerleme Standartları (Malaysian Assets Valuation Standards) dikkate alınarak ve özellikle de Malezya Sermaye Piyasası Kurulu'nca düzenlemesi yapılmış Varlık Değerleme Kılavuzu (The Asset Valuation Guidelines) ilkeleri çerçevesinde yapılmalıdır.

iv. Yabancı bir ülkede bulunan gayrimenkullerin değerlemesinin Malezya Değerleme Uzmanları Kurulu'na kayıtlı değerlendirme uzmanlarınca yapılması gerekmektedir. Bununla birlikte, söz konusu değerlendirme uzmanının gerekli görmesi halinde, gayrimenkulün bulunduğu ülkedeki bağımsız değerlendirme uzmanlarıyla ortak çalışma yapılması da mümkündür.

v. GYF portföyünde bulunan gayrimenkullerin düzenli aralıklarla değerlemeye tabi tutulması gerekmektedir. Borsa'ya kote olmuş GYF'lerin portföylerinde bulunan gayrimenkullerin en son değerlendirme tarihinden itibaren üç yıl içinde en az bir defa, Borsa'ya kote olmamış GYF'lerin portföylerinde bulunan gayrimenkullerin ise en son değerlendirme tarihinden itibaren 18 ay içinde en az bir defa değerlemeye tabi tutulması gerekmektedir. Bunun dışında yönetici şirketin tavsiyesi üzerine kurucu şirket tarafından ya da denetçi tarafından gayrimenkullerin kayıtlı değeri ile piyasa değerleri arasında önemli farklılıklar olduğunun düşünülmesi üzerine de gayrimenkul değerlemesi yapılmaktadır.

vi. Gayrimenkul değerlemesi sonucunda ortaya çıkan olumlu değer farklılıklarının bonus katılma belgesi ihracı şeklinde değerlendirilmek istenmesi halinde değer artışlarının en fazla %90'ına denk gelecek miktarda katılma belgesi ihracı yapılabilir.

1.2.4.3. Katılma Belgesi Fiyatı İle İlgili Düzenlemeler

i. Borsa'ya kote olmamış GYF'lerin katılma belgesi fiyatları, gayrimenkulle bağlantılı varlıkların ve gayrimenkul dışındaki varlıkların günde en az bir defa yapılan değerlendirme işlemleri sonrasında, Kuala Lumpur Borsası'na bildirilmek zorundadır. Borsa'ya kote olmuş GYF'lerin portföylerinde yer alan gayrimenkulle bağlantılı varlıkların ve gayrimenkul

dışındaki varlıkların değerlendirme işlemleri ise haftalık olarak yapılmakta ve portföyün net varlık değeri haftalık olarak Kuala Lumpur Borsası'na bildirilmektedir.

ii. GYF katılma belgesi fiyatı pay başına net varlık değerine göre hesaplanmaktadır. Katılma belgesi satış fiyatı (GYF'nin katılma belgesi satarken uygulayacağı fiyat) yatırımcıların katılma belgesi alım taleplerinin GYF'ye iletilmesi sonrasında yapılacak ilk değerlendirme işlemi sonrasında bulunacak birim pay değerine göre (forward pricing – ileri fiyatlama) belirlenmektedir. Benzer şekilde katılma belgesi alım fiyatı (GYF'nin katılma belgesini geri alma fiyatı) yatırımcıların satım taleplerinin iletilmesi sonrasında yapılacak ilk değerlendirme işlemi sonrasında bulunacak birim pay değerine göre (forward pricing – ileri fiyatlama) belirlenmektedir.

1.2.4.4. Katılma Belgesi Geri Alımı İle İlgili Düzenlemeler

i. Malezya GYF düzenlemelerinde katılma belgesi geri alımlarında maksimum süreler de belirlenmiştir. Borsa'ya kote olmamış GYF'lerde katılma belgesi geri alma süresi, yatırımcının satım talebinden itibaren en fazla 30 işgünü içerisinde gerçekleştirilmelidir. Borsa'ya kote olmuş GYF'lerde ise GYF'nin sırasının kapatılması durumunda söz konusu tarihten itibaren 90 gün içerisinde geri alım gerçekleştirilmelidir.

ii. Yatırımcılardan katılma belgesi satım talebi ulaştığında GYF yönetici şirketi aşağıda belirtilen seçeneklerden birisini uygular:

a. Yönetici şirket kendi fonlarını kullanarak bu katılma belgelerini geçici olarak satın alır ve 14 gün içinde yatırımcıya ödeme yapar. Yönetici şirket tarafından alınan bu katılma belgeleri, yatırımcıların geri satım taleplerinin iletildiği tarihten itibaren 30 gün içerisinde ya başka yatırımcılara satılır ya da kurucuya iptal edilmesi için iade edilir ve kurucu 30 gün içerisinde bu katılma belgelerini iptal ederek fon tüzüğüne belirlenen kurallar dahilinde hesaplanacak bedeli yönetici şirkete öder.

b. Yönetici şirket satın aldığı katılma belgelerini fon tüzüğüne belirlenen kurallar dahilinde hesaplanacak bedeli dikkate alarak diğer yatırımcılara satar.

c. Yönetici şirket katılma belgelerinin geri alımını, katılma belgesi maksimum geri alma süresi dahilinde Fon varlıklarından karşılanması suretiyle, kurucudan talep edebilir.

iii. Yönetici şirketin kurucudan katılma belgesi geri alımını talep ettiği durumda, kurucu şirket portföyde yer alan varlıkları satmanın mevcut katılma belgesi sahiplerinin yararına olmayacağını düşünürse ya da uygun bir fiyata yatırımları likide çeviremezse, kurucu şirket katılma belgesi geri alımı talebini geri çevirerek GYF'nin katılma belgesi geri alım işlemlerini iptal edebilir ve bir sonraki adımın belirlenmesi için acil olarak katılma belgesi sahipleri genel kurulunu toplayabilir. Ayrıca kurucu şirket Malezya Sermaye Piyasası Kurulu'na gerekli bildirimleri yapar. Katılma belgesi iptal sürecinde kurucu yeni katılma belgesi ihracı ve mevcutların iptali işlemlerini yapamaz. Ayrıca, katılma belgesi geri alım sürecinin tekrar başlatılabilmesi için Malezya Sermaye Piyasası Kurulu'na öncelikle geri satın alma tarihinin ne zaman başlatılacağı hususunda ön bildirim yapılması gerekmektedir.

1.2.4.5. GYF'nin Denetimi İle İlgili Düzenlemeler

i. Kurucu şirket, GYF'nin denetimi için, kendisinden ve yönetici şirketten bağımsız nitelikte denetçi atamalıdır.

ii. Kurucu GYF hesaplarının yıllık olarak denetiminin yapılmasının sağlanmasından sorumludur. Ayrıca, yapılacak denetim sonrasında oluşturulacak denetim raporunun mali yılın bitiminden sonraki iki ay içerisinde yayınlanması ve katılma belgesi sahiplerine dağıtılması gerekmektedir.

1.3. KORE'DEKİ GYF UYGULAMALARI

Kore'de GYF'ler "Dolaylı Yatırım Varlık Yönetim İş Yasası (Liamba-Indirect Investment Asset Management Business Act) ile düzenlenmiştir. 1 Haziran 2007 tarihi itibarıyla Kore'de 164 adet gayrimenkul yatırım fonu yer almakta olup bu fonların toplam değeri yaklaşık 6 milyon dolardır.

Kore düzenlemelerinde GYF'ler iki farklı yapıda düzenlenmiştir. Birincisi Kurumsal GYF (Corporate GYF), ikincisi inanca dayalı mülkiyete dayalı GYF'lerdir. Kurumsal GYF'lerde portföyün %70'inden fazlasının gayrimenkulden oluşması yasak olduğundan, Kore'de inanca dayalı mülkiyete dayalı GYF'ler daha yaygındır. 1 Haziran 2007 tarihi itibarıyla, 164 GYF'nin sadece dört tanesi Kurumsal GYF iken kalan 160 tanesi inanca dayalı mülkiyete dayalı GYF'dir. Bu veriler çerçevesinde, çalışmaya inanca dayalı mülkiyete dayalı GYF'ler dahil edilmiştir.

1.3.1. İnançlı Mülkiyete Dayalı GYF Modeli: İnançlı mülkiyete dayalı GYF, varlık yönetim şirketi (asset management company) ile inançlı mülkiyet şirketi (trust company-kurucu şirket) arasında imzalanan inançlı mülkiyet sözleşmesi ile kurulmaktadır. Kurumsal GYF'nin (Corporate REF) tersine inançlı mülkiyete dayalı GYF'nin tüzel kişiliği bulunmamaktadır. Bu tür GYF'ler tarafından yapılan işlemler Kore inançlı mülkiyet yasalarınca yönetilmektedir.

1.3.2. Fon'un Kurulması Prosedürü: GYF kurulması için gerekli olan inançlı mülkiyet sözleşmesinin Kore finansal piyasa düzenleyici otoritesine sunulması gerekmektedir. Katılma belgelerinin halka arzı söz konusu olacaksa söz konusu anlaşma imzalanmadan önce düzenleyici otoriteye sunulması gerekirken, tahsisli satış yapılması halinde anlaşmanın imzalanmasından sonraki 7 gün içerisinde düzenleyici otoriteye raporlama yapılmalıdır.

1.3.3. Fon'un Katılma Belgesi İhracı: Potföy yöneticisi, katılma belgelerinin satışı için, bir emanet sözleşmesi (entrustment agreement) imzalamak suretiyle, bir satış şirketini yetkilendirir. Satış şirketi katılma belgelerinin satışı için katılma belgesi sahipleri ile satış sözleşmesi imzalar. Katılma belgesi sahipleri katılma belgesi bedellerini satış şirketine öder ve satış şirketi bu bedelleri kurucu şirkete aktarır.

Katılma belgelerinin yönetici şirket tarafından doğrudan satılması da mümkün olmakla birlikte bu durum ancak iki halde söz konusu olabilmektedir. Yönetici şirket tarafından doğrudan satılacak katılma belgesi tutarı, (i) 400 milyar Won⁵'dan (yaklaşık 2.9 milyon ABD doları) daha az olursa ya da (ii) yönetici şirket tarafından yönetilen tüm fon katılma belgeleri toplamının %20'si veya daha aşağısı bir tutara tekabül ediyorsa katılma belgelerinin yönetici şirket tarafından doğrudan satılması mümkün olacak olup, bu iki tutardan düşük olan tutar kadar doğrudan satış yapılmasına izin verilmektedir.

1.3.4. Fon'un Borçlanması: Yönetici şirketin talimatı üzerine kurucu şirket kredi anlaşması yapmak suretiyle fon için borç temin edebilmektedir. Kore düzenlemelerine göre borç alma kararı yönetici tarafından verilmekte ancak borç kurucu tarafından alınmaktadır.

⁵ Kore para birimidir. 02.04.2008 tarihi itibarıyla, 1 ABD Doları = 140 Won.

Uygulamada, borç verenler genellikle yönetici şirketin de yapılacak anlaşmaya taraf olmasını talep etmektedir.

Kore düzenlemelerine göre, bir GYF net varlık değerinin iki katına kadar Kore finansal kurumlarından borçlanabilmektedir. Bununla birlikte, her ne kadar şu ana kadar uygulaması olmamış olsa da, katılma belgesi sahiplerinin genel kurulda alacakları bir karar ile bu sınırın aşılması ve ayrıca Kore menşeli olmayan finansal kurumlardan borç temin edilmesi de mümkündür.

Borç suretiyle sağlanan kaynaklar sadece gayrimenkul yatırımında kullanılabilir. Kore düzenlemeleri uyarınca GYF'ler dışındaki fonlar borç yoluyla finansman sağlama yoluna gidememektedir.

1.3.5. Fon Portföyüne Gayrimenkul Satın Alınması: Kurucu şirket, yönetici şirketin talimatı üzerine, satıcı ile alım-satım anlaşması yapmak suretiyle gayrimenkul alımı yapar. Kore inançlı mülkiyet yasalarına göre gayrimenkulün alıcısı kurucu şirkettir ve tapu kayıtlarında gayrimenkulün sahibi olarak kurucu şirket görünür. Öte yandan, gayrimenkul alım kararını yönetici şirket verdiği için gayrimenkul satıcısı genellikle yönetici şirketin de satış sözleşmesine taraf olmasını talep etmektedir.

1.3.6. Fon'un Gayrimenkul Kiralaması: Yönetici şirketin talimatı ile, kurucu şirket kiracılarla kiralama sözleşmesi imzalayabilmektedir. Kore inançlı mülkiyet yasaları uyarınca kurucu şirket kiraya veren taraftır fakat kiralama kararı yönetici tarafından verildiği için kiracılar genellikle yöneticinin de kira sözleşmesine taraf olmasını talep etmektedir.

1.3.7. GYF Yapısının Avantajları: GYF yapısının en çok öne çıkan avantajı vergi teşviklerine sahip olmasıdır. Zira herhangi bir şirketle kıyaslandığında, gayrimenkul alımı, elde tutulması ve elden çıkarılması hallerinde GYF'ye önemli vergi avantajları düzenlenmiştir. GYF'lerden kurumlar vergisi, emlak vergisi ve sermaye tescil vergisi alınmamaktadır. Bunun yanında, gayrimenkul edinme ve kayıt vergileri GYF'lere, diğer kurumlara/kişilere göre, yarı yarıya uygulanmaktadır.

GYF'de, gayrimenkul kalkınma projelerine yatırım toplam varlıkların en fazla %30'una kadar yapılabilmektedir. Ancak, gayrimenkul kalkınma şirketlerine fon net

varlığının %100'ü kadar borç verilebilmekte, GYF, geçici süreli kurulan ve belirli bir gayrimenkul kalkınma amacıyla kurulmuş bir şirketin %100'üne sahip olabilmekte ve kalkınma sürecinde bulunan bir gayrimenkule ilişkin haklar temin edebilmektedir.

1.3.8. Fon Katılma Belgesi Sahiplerinin Kontrol Gücü: GYF varlıklarının yönetimi kurucu ve yönetici arasında imzalanan anlaşmaya göre gerçekleştirilmektedir. Bununla birlikte, katılma belgesi sahipleri varlık yönetim sürecinin kontrolünde sınırlı yetkilere sahiptir. Buna göre, katılma belgesi sahipleri genel kuruluna aşağıdaki konularda yetki tanınmıştır:

- i. Yöneticiye ya da kurucuya ödenen ücretlerin artırılması teklifi gibi inançlı mülkiyet sözleşmesinde (trust agreement) değişiklik yapılması hallerinde bunun onaylanması,
- ii. GYF'nin iptali ya da başka GYF'lerle birleştirilmesi kararının verilmesi.

Bununla birlikte, Kore Finansal Piyasa Düzenleyici Otoritesi, inançlı mülkiyet sözleşmesine katılma belgesi sahiplerinin yetkilerini artıracak hükümler eklenmesini uygun görmemektedir.

1.3.9. Bir Yatırımcının GYF'nin %80'inden Fazlasına Sahip Olamaması: Bir yatırımcı (ilişkili taraflar tek yatırımcı olarak kabul edilmektedir) GYF'nin sermayesinin %80'inden fazlasına sahip olamamaktadır. Bu düzenlemenin altında yatan gerekçe, bir yatırımcının GYF'yi kullanmak suretiyle vergi teşviklerini istismar etmesini önlemektir. Zira vergi teşviki, fon yöneticisinin birçok yatırımcıdan kaynak temin etmesi ve bu kaynaklarla alınan gayrimenkullerin bağımsız şekilde yönetilmesi halinde söz konusu olmaktadır.

1.3.10. Fon Katılma Belgesinin Satılması İle Sağlanan Kazançların Vergilendirilmesi: Katılma belgesinin satılmasından sağlanan kazançların, vergisel açıdan, gayrimenkulün elden çıkarılması ile sağlanan kazançlar gibi mi yoksa bir menkul kıymetin satılması ile sağlanan kazançlar gibi mi değerlendirilmesi gerektiğine ilişkin olarak Kore vergi otoritelerince belirlenmiş bir yaklaşım bulunmamaktadır. Konu hakkındaki kararlar, uygulanabilir vergi anlaşmaları ve işleme ilişkin dokümanlar dikkate alınarak olay bazında yapılmaktadır.

1.3.11. Kore Vatandaşı Olmayanların Fon Katılma Belgesi Satın Alması: Yabancı yatırımcıların, GYF katılma belgesi alabilmeleri için ya Kore Bankası'na menkul kıymet alım talebinde bulunmaları ya da yerel bir bankada menkul kıymet yatırım hesabı açtırmaları gerekmektedir. Yabancı yatırımcıların genellikle ikinci yolu tercih ettikleri görülmektedir.

1.3.12. Fon Katılma Belgelerinin Yatırımcılar Tarafından Satın Alınması Süreci: Fon katılma belgelerinin alım ve satım işlemlerinin tamamlanması sonrasında, satış şirketi katılma belgesi sahibine katılma belgesi edinme hakkı ve katılma belgesi hesap defteri vermektedir. Satış şirketi, ayrıca, Kore menkul kıymet saklamacısı adına katılma belgelerinin nama olarak ihracını sağlar. Ancak bu ihraç fiziken basım şeklinde yapılmamaktadır. Her ne kadar katılma belgesi sahiplerinin katılma belgelerinin fiziken basılıp teslimini talep etme hakları bulunsa da bu tür taleplere uygulamada pek rastlanmamaktadır.

1.3.13. Kore'deki GYF'lere İlişkin Beklentiler: Vergi teşvikleri ve uygun yapısı nedeniyle GYF'lerin yerli ve yabancı birçok yatırımcı tarafından tercih edilen dolaylı bir yatırım aracı olması beklenmektedir. Bu çerçevede, esneklik, uygulanabilirlik ve vergisel avantajlar yönündeki talepler doğrultusunda Kore'de yeni tip GYF'lerin oluşturulması beklenmektedir.

1.4. HİNDİSTAN'DAKİ GYF UYGULAMALARI

Hindistan'da yapılan yasal değişiklikler sonrasında girişim (risk) sermayesi yatırım fonlarının gayrimenkule yatırım yapabilmelerine imkan tanınmıştır. Hindistan'da Mayıs 2001'den bu yana yapılan yasal değişikliklerle, sınırlı da olsa, gayrimenkule kurumsal düzeyde yatırımların yapılması mümkün hale getirilmiştir. Hindistan'da kurumsal bazda gayrimenkule yatırım sadece girişim sermayesi yatırım fonları aracılığıyla yapılabilmektedir.

Hindistan'da gayrimenkul yatırımının girişim sermayesi yatırım fonları vasıtasıyla yapılabilmesi, Yatırım Fonları Birliği'nin baskıları ile, 2004 yılında girişim sermayesi yatırım fonları düzenlemesinde değişiklik yapılması suretiyle olanaklı hale getirilmiştir.

Girişim sermayesi yatırım fonları düzenlemesinde yapılan değişikliği takiben birkaç finansal kurum tarafından gayrimenkul yatırım fonları kurulmuştur. İlk kurulan fon yedi yıllık kapalı uçlu fon olarak kurulmuş ve gayrimenkul yatırımı yapan şirketlerin hisselerine yatırım

yapmıştır. Daha sonra kurulan gayrimenkul yatırım fonları ise daha çok devamlı ve sağlam kira geliri elde etmek amacıyla güvenilir kiracılara kiralanmak üzere gayrimenkul satın almak ve belirli gayrimenkul projelerine yatırım yapmak şeklinde strateji belirlemiştir.

1.4.1. GYF Yapısı: Hindistan'daki GYF'ler girişim sermayesi fonları olarak düzenlenmiş olup, ya şirket şeklinde ya da inançlı mülkiyet (trust) şeklinde ortaya çıkmaktadır. Her iki yapı da öncelikle gayrimenkulle bağlantılı menkul kıymetlere yatırım yapmaktadır. Hindistan'da her iki yapının da kurulması mümkün olmakla birlikte uygulamada inançlı mülkiyet yapısının daha çok tercih edildiği görülmektedir.

İnançlı mülkiyete dayalı yapı, girişim sermayesi fonu olarak, Hindistan'ın sermaye piyasası otoritesince (SEBI-Securities Exchange Board of India) kayıt altına alınmaktadır. Daha sonra, girişim sermayesi fonunca yatırımcıların haklarını temsilen yatırım fonu katılma belgesi ihraç edilir. Fonun yönetimi, belirli bir yönetim ücreti karşılığında, bir yatırım yönetim şirketi tarafından gerçekleştirilmektedir.

1.4.2. GYF'nin Yatırımları: GYF'ler farklı yapıda kapalı uçlu yapılar kurabilir ve bu yapılara ait katılma belgelerini ihraç edebilirler. Girişim sermayesi fonu düzenlemelerine göre Girişim Sermayesi Fonu sadece tahsisli satış suretiyle kaynak toplayabilir, bu nedenle Girişim Sermayesi Fonu'nun ilan ya da başka yollarla halka çağrıda bulunması mümkün değildir. Girişim Sermayesi Fonu katılma belgesi karşılığı toplanacak paranın miktarı ve koşulları, yatırım stratejileri ve vergi uygulamaları hakkında yatırımcıya sözleşmeye dayalı bilgilendirme yapmak zorundadır.

Girişim Sermayesi Fonu düzenlemeleri uyarınca her bir yatırımcı tarafından yapılacak asgari yatırım miktarı 500,000 Rupee'dir (yaklaşık 12,500 Dolar). Girişim Sermaye Fonu tarafından ihraç edilen katılma belgelerinin (birimlerinin) borsada işlem görmesi mümkün olmakla birlikte, ihraç tarihinden sonraki 3 yıl boyunca bu olanak dahilinde değildir.

Girişim Sermayesi Fonu, SEBI tarafından kayıt altına alındığı anda yatırım stratejisini açıklamakla yükümlüdür. Girişim Sermayesi Fonu'nun yatırım yapabileceği alanlar aşağıda belirtildiği şekilde sınırlandırılmıştır:

i. Portföyün en az %66.67'sinin borsada işlem görmeyen girişim şirketlerinin menkul kıymetlerinden oluşması zorunludur.

ii. Kalan %33.33'ünün ise girişim şirketlerinin halka arzına katılarak ya da hisseler alınan girişim şirketlerinin borçlanma araçlarını satın alarak değerlendirilmesi gerekmektedir.

iii. Portföyün %25'inden fazlası bir girişim şirketine yatırılmaz.

iv. İlişkili taraf konumundaki bir girişim şirketinin sermayesinin %15'inden fazlasına yatırım yapılamaz.

Girişim sermayesi fonlarına, diğer ülkelerdeki uygulamalarda olduğu gibi, vergi teşvikleri uygulanmaktadır.

1.4.3. Beklentiler: Hindistan'da doğrudan GYF'lere ilişkin düzenleme yapılması çalışmaları Hindistan sermaye piyasası otoritesi (SEBI) tarafından sürdürülmekte ve yakın gelecekte bu çalışmaların tamamlanması beklenmektedir.

1.5. SLOVAKYA'DAKİ GYF UYGULAMALARI

2000 yılından bu yana Slovak sermaye piyasasında kolektif yatırım sektörü en hızlı değişen sektör konumundadır. Slovakya'da kolektif yatırım imkanlarının daha çok olması yönündeki talepleri karşılamak amacıyla fon portföyünün gayrimenkullerden oluştuğu yeni bir fon tipi kurulmuştur. Böylece, 1 Mayıs 2006'da yapılan yasa değişikliği ile gayrimenkul yatırım fonu kurulması mümkün hale getirilmiştir. Bu tarihten önce sadece iki tür fonun kurulmasına izin verilmekteydi. Bunlar yüksek riskli hisse fonları ve riski dağıtılmış hisse fonlarıdır. Slovakya GYF düzenlemelerinin yapılmasında Almanya, Avusturya ve Lüksemburg finansal piyasaları örnek alınmıştır.

1.5.1. Slovakya GYF'sinin Öne Çıkan Özellikleri: Slovakya'daki GYF düzenlemelerinin öne çıkan özellikleri aşağıda maddeler halinde verilmektedir:

i. Hisse fonlarının tersine GYF'de asgari yatırım miktarı gibi sınırlamalar bulunmamaktadır.

ii. GYF'lerin açık uçlu ya da kapalı uçlu olarak kurulması serbesttir.

iii. GYF'ler gayrimenkule ve gayrimenkul şirketlerinin hisselerine yatırım yapabilmektedir.

iv. GYF'ler düzenli ve uzun süreli kazanç getiren ya da satışından kar getirebilecek gayrimenkulleri edinebilirler.

v. Başka ülkelerde bulunan gayrimenkullere yatırım yapılması mümkündür.

vi. GYF portföyüne alınabilecek gayrimenkuller ve bunların toplam değerlerine ilişkin olarak birkaç yatırım sınırlaması uygulanmaktadır. Örneğin, portföye alınabilecek bir gayrimenkulün değeri fon toplam varlığının %20'sinden fazla olamaz. Ancak bu kural Fon'un kurulduğu tarihten itibaren 3 yıl boyunca uygulanmaz ve ayrıca bu süre içerisinde fonun katılma belgelerinin geri alınması zorunluluğu da bulunmamaktadır. Bu düzenlemenin amacı Fon'un portföyüne yeterli miktarda gayrimenkul katması ve fon portföyünün fon varlıklarının ilişkin sınırlamalar ile uyumlu hale getirilmesi için GYF'ye zaman tanımaktır.

v. Portföye alınacak gayrimenkullerin fiyatının belirlenmesinde yöneticinin yetkisi sınırlıdır. Gayrimenkulün fiyatı gayrimenkul değerlendirme uzmanlarınca belirlenmektedir.

vi. Eğer fon portföyüne dahil edilecek gayrimenkulün alış fiyatı ekspertiz değerinden %5 ve üzerinde bir oranda daha yüksekse fon kurucusunun (the fund's depository) onayı aranmaktadır. Bu onayın verilmesi ancak aradaki fiyat farkının makul ekonomik gerekçelerle açıklaması halinde mümkün olabilmektedir.

vii. Fon'a gayrimenkul alınması ya da Fon'daki gayrimenkulün satılmasına ilişkin tüm işlemlerde kurucunun onayı gereklidir.

viii. GYF'ler GYO hisselerine de yatırım yapabilmektedir. Ancak GYF varlıklarının toplam değerinin %30'undan fazlası bir GYO hissesinden oluşamaz.

ix. GYO hisselerine yatırım yapılabilmesi için, alış işleminden önce GYO'nun şirket değerlemesinin yaptırılması ve ortaya çıkacak değer dikkate alınarak hisse alımı yapılması gerekmektedir. Ayrıca, GYO'lara yatırım yapılması ya da GYO hisselerinin elden çıkarılması için kurucunun onayı gerekmektedir.

x. 1 Mayıs 2007'de yapılan yasa değişikliği ile GYF'nin yatırım yapabileceği alanlar genişletilmiştir. Son durum itibariyle GYF'nin portföyünde bulunabilecek başlıca varlıklar; gayrimenkuller, GYO hisseleri, gayrimenkul piyasası ile yakın ilgisi bulunan diğer varlıklar, borçlanma araçları ve türev araçlardır.

xi. GYF'den verilebilecek borç toplamı toplam varlıkların %50'sine kadar yapılabilecektir. Bu oran önceki düzenlemede %25 olarak belirlenmiştir.

1.6. ÇEK CUMHURİYETİ'NDEKİ GYF UYGULAMALARI

Çek Cumhuriyeti'nde 1 Mayıs 2004 tarihinde yapılan düzenleme ile GYF'lere ilişkin kurallar belirlenmiştir. Ancak düzenlemenin uygulanabilirliğinin zayıf olması nedeniyle hiç GYF kurulmadığı görülmüştür. Bunun üzerine, 26 Mayıs 2006'da ilgili yasada yapılan değişikli ile Almanya'da uygulanan modele benzer bir model kurulmaya çalışılmıştır. Yapılan son düzenleme ile GYF kurulması, yatırım politikası ve varlıkların değerlemesi hususlarında detay düzenlemeler getirilmiştir. Yeni düzenleme sonrasında Çek Cumhuriyeti'nde ilk GYF kurulmuştur.

1.6.1. Çek Cumhuriyeti GYF'sinin Öne Çıkan Özellikleri: Çek Cumhuriyeti'ndeki GYF düzenlemelerinin öne çıkan özellikleri aşağıda maddeler halinde verilmektedir:

- i. Çek Cumhuriyeti'nde GYF'ler ancak açık uçlu fon yapısı ile kurulabilmektedir.
- ii. Gayrimenkullerden kaynaklanan düşük likidite durumu dikkate alınarak, GYF'lerin katılma belgesi geri alımını 6 aya kadar yapmayabileceklerine ilişkin olarak fon tüzüğüne hüküm koyabilecekleri yönünde GYF'lere hak tanınmaktadır (Menkul kıymet yatırım fonlarında bu süre 15 iş günüdür).
- iii. GYF'lerin katılma belgesi geri alımına ilişkin olarak belirli tarihler saptayabilme hakları vardır ancak söz konusu tarih aralıklarının 6 ayı geçmemesi gerekmektedir.
- iv. GYF'ler tüzüklerine ekleyecekleri hükümlerle katılma belgesi geri alımlarını 2 yıla kadar erteleyebilme hakkına sahiptirler (Menkul kıymet yatırım fonlarında bu süre 3 ayı geçmemektedir).
- v. GYF'ler doğrudan gayrimenkullere yatırım yapabildikleri gibi, GYO hisselerine de yatırım yapabilmektedirler.
- vi. GYF'ler rehinli gayrimenkul edinebilirler ya da kredi temini için rehin kurabilirler.
- v. Belli koşullar dahilinde, GYF'ler yabancı gayrimenkullere yatırım yapabilirler.
- vi. GYF'ler toplam varlık değerinin %20'sini aşan gayrimenkulleri portföye dahil edemezler. Öte yandan, GYF'ler tüzüklerinde yapabilecekleri düzenleme ile, kuruluş

tarihinden sonraki 3 yıl boyunca bu oranı %60'a kadar çıkarabilme hakkına sahiptirler. Bu süre içerisinde katılma belgelerini geri almak zorunda değildirlir.

vii. Düzeli gelir getirmeyen (satışından kar sağlama amaçlı edinilmiş) gayrimenkuller GYF'nin toplam varlıklarının %25'ini aşmamalıdır.

viii. Bir GYO'nun hisselerine yapılacak yatırım GYF varlıklarının %30'unu aşmamalıdır.

ix. Eğer bir gayrimenkulün değeri ya da GYO hissesine yapılan yatırım, sınır oranı %10'dan fazla aşarsa, 3 yıl içerisinde GYF gerekli işlemleri yaparak ihlali ortadan kaldırmalıdır.

x. GYF tarafından alınmak ya da satılmak istenen bir gayrimenkulün öncelikle iki bağımsız değerlendirme uzmanınca değerlemesinin yapılması gerekmektedir. Değerleme uzmanlarından birisi GYF yönetici şirketi tarafından diğeri ise kurucu şirket tarafından atanır.

xi. GYF yönetici şirket ya da kurucu şirket tarafından sahip olunan bir gayrimenkulü edinemez.

xii. Gayrimenkullerin alımı, elden çıkarılması ve ipotek edilmesi kurucunun onayına tabidir.

xiii. GYF varlıklarının periyodik değerlemesi "bağımsız değerlendirme kurulu"na (independent expert board) yapılmalıdır.

xiv. GYF'ler, yeterli likiditenin sağlanması için, GYF varlıklarının toplam değerinin %20 ile %49 arasındaki kısmını vadesiz mevduat, 1 yıla kadar vadeli mevduat ya da yastada tanımlanmış likit menkul kıymetlerde tutmalıdır.

xv. Eğer GYF katılma belgelerinin Fona geri satılması likidite oranının %20'nin altına inmesine sebep olacaksa, fon katılma belgesi geri alımı ertelenebilir.

2. ÇEŞİTLİ ÜLKELERDE YAŞANMIŞ GYF KRİZLERİ

2.1. ALMANYA'DAKİ KRİZ

2004–2005 yıllarında Almanya'daki gayrimenkul getirilerinin düşmesi birçok açık uçlu GYF'yi zor durumda bırakmıştır. Birçok GYF'de, portföy yönetimini gerçekleştiren şirketin pay sahipliği bankalara ait olduğu için bankalar tarafından portföy yöneticilerine nakit

akımı sağlanarak fon katılma belgelerinin fiyatının devalüasyonu önlenmeye çalışılmıştır. Bu durumun en önemli örnekleri Deka Bank, HypoVereinsbank ve Commerzbank'tır.

11 Aralık 2005 tarihinde, Deutsche Bank, gayrimenkul fiyatlarında yaşanan gelişmeler nedeniyle 7.2 milyar Dolar büyüklüğünde olan en büyük gayrimenkul yatırım fonu konumundaki Grundbesitz Invest'in portföyünün takvimde daha önce öngörülmeyen bir değerlendirme çalışmasına tabi tutulacağını ve muhtemelen katılma belgesi geri alım fiyatında devalüasyon yapılacağını duyurmuştur. Duyuru ardından gelen katılma belgesi satışları fonun likiditesini tüketerek Deutsche Bank'ın katılma belgesi geri alımını durdurmasına ve aksi bildirilene kadar fonun dışarıya kapatılmasına yol açmıştır. Bu olayda, Deutsche Bank kendi kaynaklarıyla fona destek çıkma yolunu tercih etmemiştir. Bunun yerine, sadece yatırımcıların bir kısmı (fona son iki yıl içinde yatırım yapanlar) kompanse edilmiştir⁶.

Deutsche Bank'ın Grundbesitz Invest ile ilgili açıklaması genel olarak açık uçlu GYF'lerin durumu hakkında şüphelerin artmasına ve Alman bankalarının genel olarak sürdürdükleri likidite desteği politikasının devam edip etmeyeceği sorularının yüksek sesle ifade edilmesine yol açmıştır.

Almanya'da Aralık 2005 ve Şubat 2006 arasında tüm GYF'lerin toplam varlıklarının %10'u kadar büyüklükte likidite çıkışları gerçekleşmiştir. Öte yandan, birkaç banka tarafından ilişkili taraf oldukları GYF'lere gerekmesi halinde likidite sağlayacakları yönünde zamanında yapılan açıklamalar fonların kredibilitelerini sürdürmelerini sağlamış ve geniş çaplı GYF batmalarına engel olmuştur. Öte yandan, banka bağlantılı olmayan fonlardan bazıları, aldıkları kötü derecelendirme notu sonrasında, önemli miktarda likidite çıkışı ile karşılaşmış ve katılma belgesi alım satımını durdurmuştur⁷.

6 Benzer bir durumla karşılaşan Deka Bank ise ilişkili taraf konumunda olduğu fona katılma belgesi satın almak suretiyle destek çıkmıştır. İki farklı uygulamanın altında yatan sebep finansal çıkarların mı yoksa itibari çıkarın mı önde tutulduğudur. Deka Bank itibarı seçerken, Deutsche Bank finansal çıkarı tercih etmiştir.

7 Söz konusu örnek Almanya'da bir yatırım yönetim şirketi olan KanAm grubunun iki açık uçlu GYF'si ile ilgilidir. Söz konusu krizde, KanAm fonlarına yüklü miktarda yatırım yapmış kurumsal yatırımcıların bu fonlardan, olumsuz derecelendirme notu sonrasındaki büyük çıkışları etkili olmuştur. Bu çıkışlar bireysel yatırımcıların çıkışlarını da beraberinde getirmiştir.

2.2. HOLLANDA'DAKİ KRİZ

Hollanda'da 1990 yılında gayrimenkul fiyatlarında önemli oranda düşüşler gerçekleşmiştir. Bu durum, Hollanda'nın en büyük gayrimenkul yatırım fonlarından olan RODAMCO için olumsuz bir gelişme olmuştur, zira katılma belgesi fiyatının düşeceği beklentisi ortaya çıkmıştır. Hollanda'nın o zamanki düzenlemelerine göre, fonun tüm gayrimenkulleri yılda bir defa olmak üzere mali yılın sonunda ve aynı anda değerlemeye tabi tutulmaktaydı. Katılma belgesinin fiyatının düşeceğini anlayan yatırımcılar, kitleler halinde katılma belgelerini satıp, değerlendirme sonrası daha düşük fiyattan satın alarak arbitraj kazancı elde etmek amacıyla katılma belgelerini satmışlardır. Bu durumda, fon yöneticisi (Robeco) katılma belgelerini satın almayı erteleme yoluna gitmiştir. Sonunda, ciddi likidite sıkıntıları nedeniyle fon GYF yapısından menkul kıymet yatırım fonu yapısına dönüştürülmüştür.

2.3. AVUSTRALYA'DAKİ KRİZ

1987'de yaşanan borsa düşüşü sonrasında, gayrimenkul fiyatlarında önemli artışlar gerçekleşmiş ve gayrimenkul sektörüne önemli miktarda sermaye akımı yaşanmıştır. Bu sermaye akımına, ticari bankalar verdikleri düşük faizli kredilerle dahil olmuşlardır. Avustralya Merkez Bankası para politikasını sıkılaştırdığında ise, gayrimenkul fiyatları %60 oranında değer kaybetmiştir. Bu düşüş yatırımcı güveninde gerçek bir kriz yaratarak önemli miktarlarda katılma belgesi geri satışına sebep olmuştur. Büyük miktarda geri satışlar GYF'lerin likit varlıklarını tüketerek, fonları varlık satışı yoluyla ilave likidite yaratma yoluna itmiştir. Sonunda, Avustralya hükümeti duruma müdahale ederek GYF'lerin batmasına engel olmak amacıyla 12 ay boyunca geri alımları yasaklamış ve tüm fonları borsada işlem görmeye zorlamıştır.

2.4. İSVİÇRE'DEKİ KRİZ

İsviçre'de GYF'lerin kurulması 1967 yılına kadar uzanmaktadır. Bu haliyle İsviçre gayrimenkul yatırım fonlarını düzenleyen ilk ülkeler arasında yer almaktadır. 1991 yılında katılma belgelerinin geri alma fiyatında gözlenen düzensizlikler nedeniyle İsviçre ilave düzenlemeler yapmıştır. Buna göre, katılma belgesi geri alımları sadece mali yılın bitimi öncesindeki 12 ay içerisinde yapılacak ön bildirim ile mümkün hale getirilmiştir. Bu düzenleme fon yöneticisine yeterli likidite sağlayabilmesi için zaman kazandırma amaçlı

yapılmıştır. Diğer yandan, saklamacı banka katılma belgelerinin borsada devamlı olarak alınıp satılabilmesi için gerekli organizasyonu kurmakla yükümlü kılınmıştır. Bu düzenlemeler neticesinde, alım satım işlemlerinin çoğu borsada gerçekleşmiş ve GYF'ler önemli miktarda katılma belgesi satımı ve geri alımı yapmamışlardır. Sonuç olarak, İsviçre açık uçlu GYF'leri sınırlı geri alım imkanı ve borsaya kote olmuş özellikleri ile kapalı uçlu GYF'lere benzemişlerdir.

3. GYF'LERİN ALIM SATIM GARANTİSİ VERMELERİNİN AVANTAJ VE DEZAVANTAJLARI

GYF'lerin portföylerindeki varlıkların büyük çoğunluğunun uzun vadeli yatırımlar olması ve bu nedenle varlıkların likiditesinin düşük olması GYF'ler için bir likidite yönetim zorluğu yaratmaktadır. Diğer bir ifadeyle GYF yapısı, kredi bankaları için de geçerli olan, uzun vadeli varlıklara karşın kısa vadeli yükümlülüklerden doğan “bank-run” (yatırımcı ani çıkışları) tehlikesi içermektedir, böylece GYF'ler için likidite uyumsuzluğu sorunu ortaya çıkmaktadır. Bu riske rağmen, GYF'ler katılma belgelerini her gün alıp-satmayı taahhüt edebilmektedirler. GYF'lerin katılma belgelerini her gün alıp-satmayı taahhüt etmeleri aslında hem birtakım avantajlar hem de birtakım dezavantajlar içermektedir.

GYF'lerce katılma belgelerinin geri alımı garantisi etkili bir disiplin aracı olarak ortaya çıkmaktadır. Zira fon yöneticileri bilmektedir ki, hatalı yönetim halinde tüm yatırımcılar katılma belgelerini iade etmek suretiyle paralarını çekmek isteyecektir. Böyle bir durumda, portföyün likiditesinin düşük olması sebebiyle, fon yöneticisi acil gayrimenkul satımı yoluna gidecektir ki, bu durum gayrimenkulün piyasa fiyatının altında satılmasına ve neticede katılma belgesi birim fiyatının düşmesine sebep olacak, bu düşüşler ise ilave katılma belgesi iadesine yol açarak fonun varlığını tehlikeye sokacaktır. Böyle bir durumla karşılaşmamak için fon yöneticisi, likidite sınırlılığı ve geri alım garantisi nedeniyle, hatalı yönetimden uzak kalmak için fazlaca özen gösterecektir. Böylece disiplinli ve sorumlu fon yönetimi anlayışı oluşacaktır.

Öte yandan, katılma belgelerini her gün alıp-satmayı taahhüt etmeleri nedeniyle ortaya çıkabilecek likidite dönüşümü (liquidity transformation) süreci GYF'leri kırılğan ve ciddi krizler karşısında dayanıklılığı konusunda şüpheli hale getirmektedir. Örneğin yapılan gayrimenkul yatırımlarından gelen nakit akımlarının düşmesi halinde, olağan katılma belgesi

geri alımı sürecinin finansmanı daha da zorlaşmaktadır. Buna ilave olarak, gayrimenkul fiyatlarının düşmesi halinde, fondaki gayrimenkullerin değerlemesinin anlık yapılamaması nedeniyle, yatırımcılar için arbitraj fırsatı doğmaktadır. Zira gayrimenkul fiyatlarında bir düşüş olması sonrasında yatırımcılar, katılma belgesi fiyatında bir düşüş beklentisine girmektedirler. Özellikle, işlem maliyetlerinin daha düşük olması halinde kurumsal yatırımcılar, katılma belgelerinin değerinin düşmesi öncesinde katılma belgelerini geri satmakta, değer düşüşünün katılma belgesi fiyatına yansıtılması sonrasında katılma belgelerini tekrar satın almaktadırlar. Bu strateji ile elde ettikleri arbitraj kazançları GYF'lerin likiditesini azaltmaktadır. Bu şekilde oluşan likidite darlığının ciddi boyutlara varması halinde, GYF, portföyündeki gayrimenkullerini kayıtlı değerinin altında fiyatlarla satmak zorunda kalacaktır ki, bu da katılma belgesi geri alma fiyatını daha da düşürecektir. Sonuç olarak, likidite ihtiyacında olmayan ya da arbitraj kazancı elde edemeyecek olan yatırımcılar bile katılma belgelerini satmak isteyecek ve likidite krizine katkı yapacaklardır.

Açık uçlu GYF'lerin likidite dönüşümleri (likit varlıklara geçişleri) kendi kendine likidite krizine yol açma riskinin doğmasına da sebep olabilecektir. Bu durumun ortaya çıkmasında esas olarak beklentilere dayalı kriz oluşumunun rol oynadığı görülmektedir. Başka yatırımcıların ani satış yapacağı beklentisi ile yapılacak ani satışlar, fondan çıkışlara yol açması sebebiyle gayrimenkul satışına kadar gidebilecek bir sürece yol açabileceği için yatırımcılar, ileride doğacak nakit akımlarına dayanarak beklenti içerisine girdikleri katılma belgesi fiyat artışının gerçekleşmeyeceğinden hareketle katılma belgelerini bir an önce geri satma isteğinde bulunacaklardır. Sonuç olarak, başka yatırımcılar tarafından önemli miktarda katılma belgesi satışı olacağını düşünen/bekleyen yatırımcılar kendi katılma belgelerini de satmak isteyeceklerdir. Böyle bir durumda GYF'nin değeri önemli derecede kötüleşmemiş olsa da, likidite transformasyonu (dönüşümü) nedeniyle, başka yatırımcıların önemli miktarda katılma belgesi geri satışı yapabileceği beklentisi GYF'nin kapanmasına bile sebep olabilecektir. Öte yandan, yatırımcıların tam ve zamanında bilgilendirilmesi, fonun durumunun önemli derecede kötü olmadığı varsayımı altında, bu tür bir krizin önlenmesine yardımcı olacaktır. Bununla birlikte, kendi kendine likidite krizi yaratmayı önlemenin diğer bir yolu, katılma belgelerinin geri alımının ertelenmesidir. Ancak böyle bir tedbir katılma belgelerinin geri alımı garantisinin getirdiği fon yöneticisinin disiplinli hareket etme avantajını ortadan kaldıracaktır. Bu nedenle, böyle bir karar vermeden önce, karşılaşılan olay bazında kötü yönetim riskinin mi yoksa yatırımcıların çıkış ihtimalinin mi daha ağır bastığı dikkatlice analiz edilmelidir.

4. GYF'LERDE YAŞANABİLECEK OLASI BULAŞICI NİTELİKTEKİ KRİZ HALLERİ

Bir GYF'nin kapatılması tüm sektör üzerinde olumsuz etkiler yaratabilmekte ve bir GYF'nin yaşadığı kriz birkaç yoldan diğer GYF'lerin istikrarını etkileyebilmektedir. Bu tür kriz halleri bulaşıcı nitelikteki krizler olarak nitelendirilmektedir. Aşağıda olası bulaşıcı nitelikteki kriz durumlarına yer verilmektedir.

Bireysel bir krizin bulaşıcı etki yaratması temelde gayrimenkul fiyatlarını etkilemesi yoluyla olmaktadır. Örneğin likidite darlığı nedeniyle sıkıntı içinde bulunan bir GYF, gayrimenkul portföyünden önemli miktarda satışlar yapmak zorunda kalabilmektedir. Bu durum gayrimenkul piyasasından önemli miktarda likiditenin çekilmesine ve gayrimenkul fiyatlarının düşmesine sebep olabilecektir. Bu durum, değişik zamanlarda gayrimenkul satışı yapmak suretiyle olağan likidite ihtiyacını karşılamayı planlayan diğer GYF'lerin likidite krizine sürüklenmesine yol açabilecektir. Ayrıca gayrimenkul fiyatlarında keskin bir düşüş olması halinde, GYF'ler gayrimenkul satış işlemi ile umdukları yeterli likiditeyi sağlayamayabileceklerdir. Böyle bir durum, başta sağlam olan GYF'lerin likidite darlığı ile karşılaşmasına ve ilave gayrimenkul satışına sebep olabilecek ve bu da gayrimenkul fiyatlarında daha fazla düşüşe yol açabilecektir.

Diğer bir bulaşıcı kriz hali arbitraj mekanizması ile doğabilmektedir. Yatırımcıların arbitraj karları GYF'nin likiditesini çekmektedir. Bu durum daha önce sağlam olan bir GYF'nin sahip olduğu gayrimenkulleri değerinin altında bir fiyatla satarak likidite sağlamasına yol açabilecektir. Bu sonucu bekleyen diğer yatırımcılar, arbitrajdan kazanç sağlayamayacak olsalar da, katılma belgelerini satma yoluna gidebilecektir.

Diğer bir bulaşıcı kriz sebebi ise bilgiye dayalı sıçramalardır. Farklı GYF'lerin portföy yapılarının genelde birbirine çok benzediği varsayımı altında, yatırımcılar sektördeki bir şokun tek bir GYF'yi etkilemekle sınırlı kalacağını beklememektedirler. Bu nedenle, bir GYF'nin batması diğer GYF'lere yatırım yapmış yatırımcılar için bir gösterge olarak kabul edilmektedir. Sonuç olarak, bir GYF'nin katılma belgelerini geri almaması hali, diğer fon yatırımcılarının kendi GYF'lerinin durumunu gözden geçirmelerine ve hatta katılma belgelerini geri satmaları eğilimine bile yol açabilmektedir. Böyle durumlarda,

derecelendirme şirketlerinin fonksiyonu önem kazanmaktadır. Derecelendirme şirketleri adil olarak verecekleri derece notları ile bilgiye dayalı kriz sıçramalarını en aza indirgeyebilecektir.

5. ÖNERİLER VE SONUÇ

GYF'lere ilişkin çeşitli ülke uygulamaları ve çeşitli ülkelerde yaşanmış GYF krizleri dikkate alınarak, ülkemizde yapılabilecek GYF düzenlemelerinde aşağıda belirtilen hususların dikkate alınmasının uygun olabileceği düşünülmektedir. Buna göre;

i. Bir çok ülkedeki deneyimlerin tersine, Almanya'daki GYF yapısının daha köklü olduğu ve daha istikrarlı bir süreci sağladığı ve bu çerçevede yakın zamanda değişik ülkelere yapılan GYF düzenlemelerinde daha çok Almanya'daki düzenlemelerin referans alındığı dikkate alınarak ülkemizde yapılacak olası GYF düzenlemelerinde temel olarak Alman GYF düzenlemelerinin referans alınmasının (Almanya'da uygulanan açık uçlu GYF yapısının ülkemizde yarı açık uçlu GYF yapısı olarak düzenlenmesinin),

ii. Değişik ülkelerde yaşanan krizler dikkate alınarak güvenli bir portföy yapısının oluşturulması amacı çerçevesinde günlük asgari likidite oranının %10 civarında uygulanmasının ve portföy çeşitlendirmesinde likidite rezervlerinin portföydeki oranının %49'dan aşağı belirlenmemesinin,

iii. Katılma belgesi sahipleri tarafından büyük montanlı (eşik tutar detaylı çalışmalar sonrasında belirlenmelidir) satışların yapılacak olması halinde, belirlenecek bir asgari süre öncesinden GYF'ye ön bildirim yapılması zorunluluğunun getirilmesinin,

iv. Yatırımcılar tarafından uygulanabilecek arbitraj imkanının ortadan kaldırılması amacı çerçevesinde, kurumsal yatırımcılar da dahil olmak üzere tüm yatırımcılar için katılma belgesi geri satışlarında iskontolu fiyat (iskonto oranı detaylı çalışmalar sonrasında belirlenmelidir) uygulanmasının,

v. Hem arbitraj imkanının azaltılması hem de portföyün piyasa değerine daha yakın olmasının sağlanması amacıyla portföydeki varlıklar için belirli periyotlarla bağımsız değerlendirme yapma zorunluluğunun getirilmesinin ve söz konusu periyodun süresinin 6 ayı aşmayacak şekilde belirlenmesinin,

vi. GYF uygulamalarındaki şeffaflığın artırılması amacıyla GYF portföyünde yer alan gayrimenkullerin düzenli olarak ekspertizini yapacak bağımsız gayrimenkul değerlendirme uzmanlarının belirli periyotlar dahilinde (örneğin 2 yılda bir) rotasyona tabi tutulmasının,

vii. GYF uygulamalarındaki şeffaflığın artırılması amacıyla derecelendirme şirketlerinden belirli periyotlar dahilinde derece notu alınmasının zorunlu tutulmasının,

viii. GYF'lerin tüzel kişiliklerinin bulunmadığı dikkate alınarak, portföyde yer alan gayrimenkullere ilişkin tapu kayıtlarının ya kurucu şirket ya da yönetici şirket üzerine inançlı mülkiyet esasları çerçevesinde yapılabileceğine ilişkin yasal düzenleme yapılmasının,

ix. GYF'lerin ilişkili taraf konumunda olduğu bankalar ile gireceği borç ilişkisinin hangi boyutlara kadar ulaşabileceğinin yapılacak detaylı çalışmalar sonrasında belirlenmesinin,

x. GYF'nin dışarıya kapatılması durumunda katılma belgelerinin organize bir piyasada alım satıma konu edilebilmesi hususunda gerekli düzenlemelerin yapılmasının

uygun olacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

Makaleler:

AGARWAL, Shivi, Panna Singh,

2006, “Realty bites: India allows real estate funds”, *International Financial Law Review*; Jul2006 Supplement, Vol.25, S.27–29.

BANNIER, Christiana E., Falko FECHT ve Marcel TYRELL,

2007, “Open-end real estate funds in Germany-genesis and crisis”, *Deutsche Bundesbank-Eurosystem-Discussion Paper Series 2: Banking and Financial Studies*, No.04/2007.

FOCKE, Christian,

2006, “The Development of German Open-Ended Real Estate Funds”, *Journal of Real Estate Literature*, Vol.14, No.1, S.39–55.

FOSTER, John,

2005, “The Benefits of Private Equity Real Estate Fund-of-Funds”, *Investment Management Weekly*, July25, 2005, www.imweekly.com.

GOULD, Stephen, Paul EKLUND,

2006, “Real estate funds can create development opportunities”, *NH Business Review*, April 14–27, 2006, S.47.

LAPOSA, Steven P., Pat ALFORD ve Timothy J. TRIFILO,

2006, “Global real estate funds-trends and issues”, *PricewaterhouseCoopers LLP*, S.1–4.

LIN, Crystal Y., Kenneth YUNG,

2004, “Real Estate Mutual Funds: Performance and Persistence”, *Journal of Real Estate Research*, Vol.26, No.1–2004.

MAURER, Raimond, Frank REINER ve Ralph ROGALLA,

2005, “Return and risk of German open-end real estate funds”, *Journal of Propert Research*, September 2004 21 (3), S.209–233.

OH, Yon-Kyun, Hyung-Soo KWON ve Joon B. KIM,

2007, “Real Estate Funds”, *International Financial Law Review; 2007 Guide to Real Estate*, Vol.26, S.41–44.

O’NEAL, Edward S., Daniel E. PAGE,

2000, “Real Estate Mutual Funds: Abnormal Performance and Fund Characteristics”, *Journal Of Real Estate Portfolio Management*; Jul-Sep 2000;6,3; *ABI/INFORM Global*, S.239–247.

PHILPOT, James, Craig A. PETERSON,

2006, “Manager characteristics and real estate mutual fund returns, risk and fees”, *Managerial Finance*, Vol.32, No.12, 2006, S.988–996.

ROBERTSON, Kenneth,

“Understanding and evaluating real estate funds”, The 401 (k) Advisor, S.3.

SEBASTIAN, Steffen, Marcell TYRELL,

2006, “Open End Real Estate Funds: Danger and Diamond?”, March 22, 2006,
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=893121.

SESTAK, Paul, Michal PRAVDA,

2007, “Real Estate Funds”, International Financial Law Review; May2007, Vol.26 Issue 5,
S.59–59.

THEISS, Wolf,

2007, “Real Estate Funds”, International Financial Law Review; Mar2007, Vol.26 Issue 3,
S.58–58.

Arastırma Raporları ve Mevzuat:

EFAMA,

2007, Quarterly Statistical Release N 32 (Fourth Quarter of 2007).

KPMG,

2004, Act For The Modernization of The Investment Infrastructure And The Taxation of
Investment Funds (Investment Modernization Act), December 2003.

MOODY’S INVESTORS SERVICE,

2007, “Indian Real Estate and prospects for REITS”, June 2007.

SECURITIES COMMISSION, MALAYSIA,

2002, “Guidelines on Property Trust Funds”, November 2002
(http://www.sc.com.my/ENG/HTML/resources/press/pr_20021113.html).

İnternet Siteleri:

- www.rediff.com, “All you want to know about real estate funds”, July 20, 2005.
- <http://reits-in-deutschland.de/index.php?id=22&L=1>, “In what ways do REITs differ from real estate funds or real estate public limited companies?”.
- <http://www.money-zine.com/Investing/Mutual-Funds/Real-Estate-Mutual-Funds/>, “Real Estate Mutual Funds”.
- <http://www.sec.gov/answers/reits.htm>.
- www.investinreits.com/learn/investguide.pdf, “The Investors Guide to Real Estate Investment Trusts (REITs).”

EK DİZİNİ

EK/1: Alman Yatırım Şirketleri Yasası (7 Sayfa).

(Act For The Modernization of The Investment Infrastructure And The Taxation of Investment Funds -Investment Modernization Act- December 2003)

EK/2: Malezya Gayrimenkul Yatırım Fonları Kılavuzu (44 Sayfa).

(Guidelines on Property Trust Funds, November 2002)