

Real Estate Investment Funds

Gayrimenkul Yatırım Fonları

ABSTRACT

Real estate investment funds which is a real estate investment instrument and which was first seen in Switzerland in 1938 and in Germany in 1959 around the world, constitutes the one of the favorite investment instruments in Turkey in recent years. It is planned to create a significant financial source and to finance real estate investments thanks to such sources. Individual savings are gathered and they are collectively utilized by professionals in real estate investments. Such funds which can be invested in by qualified investors or foreign investors, being subject to supervision of the Capital Markets Board, operate under strict regulations and in compliance with the principle of clarity in order to create a safe and transparent investment environment for qualified investors and foreign investors. The most elaborative regulations takes places in the Communiqué on Principles for Real Estate Investment Funds.

KEYWORDS: Real estate investment fund, investments, fund, communiqué, Capital Markets Board

ÖZET

Gayrimenkul yatırım araçlarından biri olan ve dünyadaki ilk örneklerine 1938 yılında İsviçre’de, 1959 yılında ise Almanya’da rastlanan gayrimenkul yatırım fonları, son dönemlerde Türkiye’deki gözde yatırım araçlarından birini oluşturmaktadır. Fon sayesinde Türkiye’de ciddi bir finansal kaynak oluşturulması ve bu kaynakla gayrimenkul yatırımlarının finanse edilmesi planlanmaktadır. Bireysel tasarruflar bir araya getirilerek, profesyonel kişilerce toplu olarak gayrimenkul yatırımlarında değerlendirilmektedir. Nitelikli yatırımcılar ve yabancı yatırımcıların yatırım yapabildiği bu fonlar, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından denetlenmekte olup, sıkı hukuki düzenlemeler altında, nitelikli yatırımcılar adına güvenilir ve şeffaf bir yatırım ortamının oluşturulması amacıyla ve kamuya açıklık ilkesine uygun olarak faaliyet göstermektedir. Fonlara ait en detaylı hukuki düzenlemeler, Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği içerisinde yer almaktadır.

ANAHTAR KELİMELEER: Gayrimenkul yatırım fonu, yatırımlar, fon, tebliğ, Sermaye Piyasası Kurulu

I. INTRODUCTION

REAL ESTATE INVESTMENTS CAN BASICALLY BE REALIZED in three different ways composing of a direct purchase of real estate, a purchase of share of real estate investment partnership, and a purchase of fund participation certificate. A great deal of capital is needed for direct real estate investments. For real estate investments by purchasing the share of real estate investment partnership, variations occur between the value of investment and price of the shares since the shares are traded in the stock exchange. However, such troubles which are faced in these other two real estate investment instruments are not in question for funds and the fund becomes more attractive with some other advantages it provides and its privileged legal position for investors.¹

In this study, the funds which have an important place among real estate investment instruments and which have gradually become a more popular investment instrument is examined. In this context, the functioning of the funds has been herein addressed from the aspect of the qualified investors, within the framework of the Communiqué on Principles for Real Estate Investment Funds² (“**Communiqué**”) issued by the Capital Markets Board (“**CMB**”) in order to establish the legal infrastructure of the funds. Within this scope, significant matters such as advantages and disadvantages of real estate investment funds, legal structure, management of the fund, responsibilities arisen from the management of the board and legal position of the investors have been analyzed.

II. REAL ESTATE INVESTMENT FUND

A. Definition of Fund

The fund has been defined in Article 4/1 of the Communiqué. As per the said provision, fund is an asset which does not hold a legal personality, established by portfolio management firms and real estate portfolio management firms for a specific or an undefined term, with the monies collected from qualified investors in exchange of participation shares, in order to operate the portfolio consisting of assets and transactions specified in the Communiqué on behalf of shareholders pursuant to the principles of fiduciary ownership. However, in the following sentence of the said provision, it is accepted that the fund has legal personality limited to the transactions

I. GİRİŞ

GAYRİMENKUL YATIRIMLARI, DOĞRUDAN GAYRİMENKUL satın alınması, gayrimenkul yatırım ortaklığı hissesi satın alınması ve fon katılma belgesi satın alınması olmak üzere temelde üç farklı şekilde gerçekleştirilebilmektedir. Doğrudan gayrimenkul yatırımları için yüksek sermayeye sahip olmak gerekmektedir. Gayrimenkul yatırım ortaklığı hissesi satın alınmak suretiyle yapılan gayrimenkul yatırımlarında ise, söz konusu hisseler borsada işlem gördüğü için, yatırımın değeri ile hisse fiyatı arasında farklılıklar oluşmaktadır. Buna karşın, fonlarda diğer iki gayrimenkul yatırım aracında yaşanan sıkıntılara rastlanmamakta ve fon, sahip olduğu diğer avantajlar ve ayrıcalıklı hukuki konum itibarıyla yatırımcılar açısından daha cazip hale gelmektedir.¹

Bu çalışmada, gayrimenkul yatırım araçları arasında önemli bir yere sahip bulunması ve Türkiye’de gittikçe talep edilen bir yatırım aracı olması sebebiyle fonlar, Türk hukuku kapsamında incelenmiştir. Bu bağlamda, fonların hukuki altyapısını tesis etmek amacıyla, Sermaye Piyasası Kurulu (“**SPK**”) tarafından çıkartılan Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği² (“**Tebliğ**”) çerçevesinde fonun işleyişi, nitelikli yatırımcılara bakan yönüyle ele alınmıştır. Bu kapsamda, özellikle gayrimenkul yatırım fonlarının avantaj ve dezavantajları, hukuki yapısı, fonun yönetimi, fonun yönetiminden doğan sorumluluklar, yatırımcıların hukuki durumları gibi önemli hususlar incelenmiştir.

II. GAYRİMENKUL YATIRIM FONU

A. Fonun Tanımı

Tebliğ’in 4/1 maddesinde fonun tanımına yer verilmiştir. Söz konusu hüküm uyarınca fon, nitelikli yatırımcılardan katılma payları karşılığında toplanan paralarla, pay sahipleri hesabına inanca mülkiyet esaslarına göre Tebliğ’de belirtilen varlık ve işlemlerden oluşan portföy işletmek amacıyla, portföy yönetim şirketleri ve gayrimenkul portföy yönetim şirketleri tarafından sürekli veya süresiz olarak kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan malvarlığıdır. Ancak, ilgili hükmün devamında fonun, tapuya tescil, tescile bağlı değişiklik, terkin ve düzeltme işlemleri ile sınırlı olarak tüzel kişiliğinin varlığı kabul edilmektedir. Bu sınırlı tüzel kişiliğin sonucunda, fonun bünyesinde bulunan gayrimenkullerin fon adına tescili mümkün olmakta ve 4721 sayılı Türk



of title registration, alteration regarding the registration, deletion or correction. As a result of such limited legal personality, it becomes possible to register the real estate held by the fund in the fund's name and thus the ownership of the said real estate is transferred to the fund along with its registration as per Article 1022 of the Turkish Civil Code numbered 4721.³ Also, as per the principle of publicity stipulated in Article 1020 of the Civil Code, no one would raise a claim about the real estate registered under the name of the fund that he or she had not known that its ownership belonged to the fund.

B. Structure of the Fund

The structure of the fund consists of three main elements which are portfolio management firm/founder, custodian institution and qualified investors who invest in the fund. Portfolio management firm manages and represents the fund, in accordance with its responsibilities arising from laws and by preserving the qualified investors' rights. The custodian institution which needs to be authorized by the CMB to operate is obliged to follow financial assets belonging to the fund, keep the records and to check the cash and asset flows. Furthermore, the

Medeni Kanunu'nun³ 1022. maddesi uyarınca söz konusu gayrimenkullerin tescili ile birlikte bu gayrimenkullerin mülkiyeti fona geçmektedir. Diğer yandan, Medeni Kanun'un 1020. maddesinde düzenlenen sicilde aleniyet ilkesi uyarınca, fon adına tescil edilen gayrimenkuller hakkında hiç kimse mülkiyetin fona ait olduğunu bilmediği iddiasında bulunamayacaktır.

B. Fonun Yapısı

Fonun yapısı, temelde üç sacayağından oluşmaktadır. Bunlar sırasıyla portföy yönetim şirketi/kurucu, saklayıcı kuruluş ve fona yatırım yapan nitelikli yatırımcılardır. Portföy yönetim şirketi, nitelikli yatırımcıların haklarını gözeterek ve kanundan doğan sorumluluklarına uygun olarak fonu temsil etmekte ve yönetmektedir. Faaliyet göstermek için SPK tarafından yetkilendirilmiş olması zorunlu olan saklayıcı kuruluş, fona ait finansal varlıkları takip etmekle, kayıtları tutmakla ve varlık ve nakit hareketlerini kontrol etmekle yükümlü kılınmıştır. Ayrıca, fon adına yapılacak tapu işlemleri portföy yöneticisi ve saklayıcı kuruluş tarafından birlikte imza atılarak gerçekleştirilebilecektir. Nitelikli yatırımcılar ise, katılma paylarının sahibi durumundadır.⁴



title transactions which have to be conducted on behalf of the fund can be cosigned by portfolio manager and custodian institution to be executed. The qualified investors hold the capacity as the owners of participation share.⁴

C. Qualified Investor

Qualified investors, in other words the investors who can invest in the fund, are professional clients including those who are defined in the regulations of CMB regarding investment institutions and who are accepted as professionals upon their request, as per Article 4/1-m of the Communiqué on the Sale of Capital Market Instruments⁵ (II-5.2). Similarly, pursuant to Article 32/3 of the Communiqué on the Establishment and Operation Principles of Investment Organizations⁶ (III-39.1) and within the scope of the definition of qualified investors in relevant regulations of the CMB, only those who meet the condition of having financial assets, including cash deposits and capital market instruments, exceeding 1.000.000,00 Turkish Liras in total are deemed qualified

C. Nitelikli Yatırımcı

Nitelikli yatırımcılar, diğer bir deyişle fona yatırım yapabilecek yatırımcılar, Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği'nin⁵ (II-5.2) 4/1-m maddesi uyarınca, SPK'nın yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler de dâhil olmak üzere profesyonel müşterilerdir. Aynı şekilde Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ'in⁶ (III-39.1) 32/3 maddesi uyarınca, SPK'nın ilgili düzenlemelerinde yer alan nitelikli yatırımcı tanımı kapsamında, talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilecek müşterilerin belirlenmesinde, sadece nakit mevduatlarının ve sahip olduğu sermaye piyasası araçlarının da dâhil olduğu finansal varlıkların toplamının 1.000.000 TL tutarını aşması şartını sağlayanlar nitelikli yatırımcı olarak kabul edilmektedir. Sonuç olarak, toplamda 1.000.000 TL'nin üzerinde bir finansal varlığa sahip olan kişiler nitelikli yatırımcı olarak fona yatırım yapabilecektir. Bu yatırımcılar yerli veya yabancı yatırımcılar olabilmektedir.

investor in the process of specifying the clients to be accepted as professionals upon request. In brief, the persons who have a financial asset exceeding 1.000.000,00 Turkish Liras can invest in the fund. Such investors can be domestic or foreign investors.

D. Fiduciary Ownership

It is necessary to discuss the concept of ownership before explaining the concept of fiduciary ownership. The right of ownership is defined in Article 683 and subsequent provisions of the Civil Code as a right which can be put forward against anyone. On the other hand, such right is regulated in the Civil Code in a restrictive way (*Numerus Clausus*). Therefore, it is not possible to give a new dimension to the right of ownership apart from restrictive provision of the Civil Code by executing a reciprocal contract and to limit the holder's rights arising from the law.⁷ In parallel, neither the right of ownership is given a new meaning nor the powers of the believed person arising out of being holder of the right of ownership is limited, in fiduciary ownership. For this reason, fiduciary transactions are deemed lawful within the scope of Turkish law.⁸

In a similar way with the fund examples based on fiduciary ownership, it is regulated in the Communiqué that the fund is managed based on the principle of fiduciary ownership. The fund is established via a fiduciary contract and in principle; it does not have the legal personality as mentioned above.⁹ Fiduciary contract can be defined as a contract in which the believing party guarantees to transfer the ownership of a property to the counterpart of the contract as a security of a debt, whereas the believed party guarantees to use such property within the scope of the purpose of the contract and to retransfer the said property to the believing party, once the secured debt is paid.¹⁰

The transfer of fiduciary ownership bears all legal consequences of an ordinary ownership transfer in respect of the relationship between the parties of fiduciary contract and the relationship between the believed party and the third parties. Limiting the powers of the believed party via a fiduciary contract does not affect the essence of the right of ownership. Actions of the believed party against the limitations of power only results in violation of the fiduciary contract. The damages arising out of such actions may be claimed from and compensated by the believed party as per provisions of contradiction to contract.

D. İnançlı Mülkiyet

İnançlı mülkiyet kavramını açıklamadan önce salt mülkiyet kavramına değinmek gerekir. Medeni Kanun'un 683. maddesi ve devamı hükümlerinde mülkiyet hakkı, herkese karşı ileri sürülebilen bir hak olarak nitelendirilmiştir. Öte yandan bu hak, Medeni Kanun'da sınırlayıcı bir biçimde (*Numerus Clausus*) düzenlenmiştir. Bu nedenle, karşılıklı sözleşme yapmak suretiyle mülkiyet hakkına Medeni Kanun'un sınırlayıcı düzenlemesi dışında yeni bir boyut kazandırılması ve mülkiyet hakkı sahibinin kanundan doğan haklarının sınırlandırılması mümkün değildir.⁷ Buna paralel olarak, inanca mülkiyet işlemlerinde de, ne mülkiyet hakkına yeni bir anlam kazandırılmakta ne de inanılan kişinin mülkiyet hak sahipliğinden doğan yetkileri sınırlandırılmaktadır. Bu sebeple, Türk hukuku çerçevesinde inanca işlemler caiz sayılmaktadır.⁸

Kore ve Hindistan'daki inanca mülkiyete dayalı fon örneklerine benzer şekilde Tebliğ'de, fonun inanca mülkiyet esasına göre işletildiği düzenlenmektedir. Fon, bir inanca sözleşmesi ile kurulmakta ve yukarıda da değinildiği üzere kural olarak tüzel kişiliği bulunmamaktadır.⁹ İnanca sözleşmesi, inananın sözleşmenin diğer tarafındaki inanılana maliki olduğu bir malın mülkiyetini bir borca teminat teşkil etmek üzere devri; inanılanın da söz konusu malı, sözleşmenin amacı ile sınırlı bir çerçevede kullanmayı ve bir kez teminat altına alınan borç ödenince inanan tarafa devretmeyi garanti ettiği bir sözleşme olarak tanımlanabilir.¹⁰

İnanca mülkiyet devri, gerek inanca sözleşmesinin tarafları, gerekse inanılan kişinin üçüncü kişilerle olan ilişkileri açısından, olağan bir mülkiyet devrinin doğuracağı tüm hukuki sonuçları doğurmaktadır. İnanca sözleşmesi ile inanılanın yetkilerinin sınırlandırılmış olması, mülkiyet hakkının özüne bir etki etmemektedir. İnanılan kişinin yetki sınırlamalarına aykırı hareket etmesi sadece inanca sözleşmesinin ihlali sonucunu doğuracaktır. Aykırı hareketten doğan zararlar, sözleşmeye aykırılık hükümleri çerçevesinde inanılan kişiden tazmin edilebilecektir.

III. GAYRİMENKUL YATIRIM FONUNUN FONKSİYONU

Türkiye'nin ekonomik gelişiminde inşaat sektörünün payı oldukça büyüktür. Özellikle gecekondulaşmanın önüne geçilmesi ve fay hatları üzerinde bulunan Türkiye'nin daha güçlü yapılara sahip olması adına

III. FUNCTION OF THE REAL ESTATE INVESTMENT FUND

The share of the construction sector in the economic development of Turkey is significant. Especially, in order to prevent the construction of slums and to ensure Turkey, which is located over fault lines, with stronger buildings, urban transformation projects are conducted all around the Turkey. The construction sector assumes a major role in the application of urban transformation. However, this raises the problem of financing, since the investments in real estate sector require remarkable amounts to put in. Such finance gap is usually eliminated by banks. However, such kind of financing method causes a serious financial burden on firms or persons because of additional costs charged by the banks. Funds are created in order to prevent the said problems and to create source of finance for enormous real estate investments in Turkey. The management power of the funds is given those persons that are experts in their fields, under the relevant legal provisions. Thanks to funds, for the local economy, savings of the investors of the funds are turned into investments, while creating source of finance for large-scale investments at the same time. The investors can invest in sizeable and high-yielding real estates which they cannot normally invest in and they profit from value increase or rent income based on their shares in the fund. Managers of the fund, on the other hand, earn a commission in return for operating the fund.

Another significant advantage of the fund is that it assures the foreign source input to the Turkish economy since foreign investors are also given the opportunity to invest in the fund. Thanks to this opportunity contributing to the development of the country, the saving deficit existing in Turkey is eliminated over foreign sources.

A. Advantages of the Fund

The most significant advantage provided by the fund is the exemption of corporation tax¹¹ over fund incomes. The investors also have some other tax advantages. Another important advantage of the fund is that it enables the securitization of the real estate. By this means, real estate, which is difficult to trade and requires a long legal procedure to acquire, can be easily traded in the market. Other factors also increase the trustworthiness of the fund such as inspection of the fund by administrative authorities, assets of the fund being managed by management firms specialized in the field and obligatory real es-

Türkiye'nin pek çok yerinde kentsel dönüşüm projeleri uygulama alanı bulmaktadır. Kentsel dönüşümün uygulanmasında inşaat sektörüne büyük rol düşmektedir. Diğer yandan, gayrimenkul sektöründeki yatırımların ciddi meblağlar gerektirmesi sebebiyle ortaya bir finansman sorunu çıkmaktadır. Bu finansman açığı, genellikle bankalar aracılığıyla giderilmektedir. Ancak, banka kredilerinin getirmiş olduğu ek maliyetler sebebiyle bu türde bir finansman, firmalara ve kişilere ağır bir mali yükümlülük yüklemektedir. Bu sorunun önüne geçilmesi ve Türkiye'deki büyük gayrimenkul yatırımlarına kaynak sağlanması amacıyla fonlar oluşturulmuştur. Fonların yönetimi, kanuni düzenlemeler çerçevesinde alanında uzman kişilere tanınmıştır. Fon sayesinde, ülke ekonomisi adına, hem büyük çaplı yatırımlara finansman kaynağı oluşturulmakta, hem de fona yatırım yapan yatırımcıların elindeki birikimlerin yatırıma dönüştürülmesi sağlanmaktadır. Bu sayede yatırımcılar, normalde yatırım yapamayacakları büyüklükte ve getirisi yüksek olan gayrimenkullere yatırım yapabilmekte ve gayrimenkullerin değer artışı ve kira getirisi gibi getirilerinden fondaki payları oranında kazanç elde etmektedir. Fon yöneticileri ise, fonun işletilmesinden doğan bir komisyon alacağına kavuşmaktadır.

Fonun sağlamış olduğu önemli diğer bir avantaj ise, fona yabancı yatırımcıların yatırım yapma imkânı tanınmış olduğundan, Türkiye'ye yabancı kaynak girdisi sağlanmasıdır. Ülkenin gelişimine önemli katkılar sağlayan bu yolla, ülke içerisinde mevcut olan tasarruf açığı yabancı kaynaklar üzerinden kapatılmaktadır.

A. Fonun Sağladığı Avantajlar

Fonun sağlamış olduğu en büyük avantaj, fonun gelirlerinin kurumlar vergisinden istisna tutulmuş olmasıdır.¹¹ Yatırımcılar diğer birçok vergi avantajına da sahip olmaktadır. Fonun sağlamış olduğu büyük avantajlardan bir diğeri ise, gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesine imkân sağlamasıdır. Bu sayede, alım satımı zor olan ve uzun bir hukuki prosedür gerektiren gayrimenkuller, piyasada kolay bir şekilde işlem görebilir hale gelmektedir. Fonun kamu otoritelerince gözetlenmesi ve denetlenmesi, fon malvarlığının gayrimenkul alanında uzmanlaşmış yönetim şirketleri tarafından yönetilmesi ve gayrimenkullerin alındıkları ve satıldıkları anda bağımsız değerlendirme uzmanları tarafından değerlendirilmesi zorunda tutulması, fonun yatırımcılar açısından güvenilirliğini artırmaktadır. Ayrıca yapılan gayrimenkul yatırımlarının her birinin belli bir risk barındırması



tate appraisal by independent appraisers at the moment of purchase and sale. Furthermore, since every real estate investment bears a certain amount of risk, investing in a single real estate is not allowed, apart from the exceptional cases, and within the framework of principle of risk distribution, real estate in the asset of the fund is diversified. Thus, in the event of a loss in a project, the financial situation is balanced with other investments.

As mentioned above, another important advantage of the fund is that it ensures financing for the large-scale real estate investments. Sources are created with the participation shares for projects which cannot be invested by individual investors. Besides the qualified investors, foreign investors also have an important role in creating such source. Through funds, some restrictions of obtaining real estate for foreign investors which arise out of regulations are somewhat eliminated and it becomes much more possible for foreign investors to invest in the fund. Also funds constitute a good investment opportunity for qualified investors who wish to invest in real estate, but do not have time or knowledge.

dolayısıyla, tek bir gayrimenkule yatırım yapılmasına, istisnai haller dışında, müsaade edilmemekte ve riskin dağıtılması ilkesi çerçevesinde, fonun malvarlığında bulunan gayrimenkuller çeşitlendirilmektedir. Böylelikle, bir projenin zarar etmesi halinde finansal tablo diğer yatırımlarla dengelenmektedir.

Fonun ülke ekonomisine sağladığı önemli avantajlardan bir diğeri ise, yukarıda değinildiği üzere, bu sayede büyük ölçekli gayrimenkul yatırımlarına finansman sağlanmasıdır. Toplanan katılım payları ile birlikte bireysel yatırımcıların yatırım yapamayacağı projelere kaynak oluşturulmaktadır. Bu kaynağın oluşturulmasında nitelikli yatırımcılar kadar yabancı yatırımcıların da büyük etkisi vardır. Yabancı yatırımcılar için, hukuki düzenlemelerden doğan taşınmaz mal edinimine ilişkin bir takım sınırlamalar fon sayesinde bertaraf edilmekte ve yabancı yatırımcıların fona yatırım yapmasının önü açılmaktadır. Ayrıca fonlar, gayrimenkul yatırımı yapmak isteyen ancak bunlarla ilgili işlemler için yeterli zamanı ve bilgisi olmayan nitelikli yatırımcılar için iyi bir yatırım fırsatı oluşturulmaktadır.



Participation shares of the fund is not traded in the stock market and by this means, they are not affected by the share price movements in the stock market. Although the participation share is not traded in the stock market, in the event that the investors want to leave the fund, they can easily do so according to bylaw. Furthermore, the asset of the fund which does not have legal personality in principle is separated from the assets of founder and custodian and rights of the investors are strictly protected.

B. Works of the Fund

As per Article 4/3 of the Communiqué works can be done by the fund are restrictively listed. Apart from such works, it is not possible for the fund to deal with other businesses. The funds can conduct such works related to (i) real estate and rights based on real estate, (ii) public and private sector debt instruments, shares of joint stock companies established in Turkey including those which are in the scope of privatization, (iii) foreign public and private sector debt instruments and shares of joint stock companies which can be traded, (iv) time deposit account and participation account, (v) participation

Fona ait katılım payları borsada işlem görmemekte ve bu sayede, borsadaki hisse senedi fiyat hareketlerinden etkilenmemektedir. Katılım payları borsada işlem görmemesine karşın, yatırımcılar fondan ayrılmak istediğinde, içtüzüğe göre kolaylıkla fondan ayrılabilir. Ayrıca, kural olarak tüzel kişiliğe sahip olmayan fon malvarlığı, kurucu ve saklayıcının malvarlığından ayrı tutulmuş ve yatırımcıların hakları sıkı şekilde korunmuştur.

B. Fon Kapsamında Yapılabilecek İşler

Tebliğ'in 4/3 maddesi uyarınca, fonların uğraşabileceği işler sınırlı olarak sayılmıştır. Sayılan işler dışında fonun başka bir işle uğraşması mümkün değildir. Fon; (i) gayrimenkuller ve gayrimenkullere dayalı haklar, (ii) özelleştirme kapsamına alınanlar dâhil Türkiye'de kurulan anonim ortaklıklara ait paylar, özel sektör ve kamu borçlanma araçları, (iii) alım satımı yapılabilen, yabancı özel sektör ve kamu borçlanma araçları ve anonim ortaklık payları, (iv) vadeli mevduat ve katılma hesabı, (v) yatırım fonu katılma payları, (vi) repo ve ters repo işlemleri, (vii) kira sertifikaları ve gayrimenkul sertifikaları, (viii)

shares of investment funds, (vi) repo and reverse repo transactions, (vii) lease certificates and real estate certificates, (viii) warrants and certificates, (ix) money market transactions of Takasbank, (x) premiums and cash collateral of derivative transactions, (xi) specially designed foreign investment instruments and loan participation notes which are deemed suitable by CMB and (xii) other investment tools deemed suitable by the CMB.

In addition to the fact that the works that can be done are listed restrictively, according to Article 18/1-g of the Communiqué, it is regulated that the sale, purchase and lease transactions of real estate abroad cannot be carried out by the fund. The main reason behind such restrictions are preventing the fund to operate out of its field and creating financing for the domestic investments. The funds cannot deal with construction works and invest in real estate projects regardless of whether these works or projects take place in Turkey, either.

IV. ASSET OF THE REAL ESTATE INVESTMENT FUND

The fund consists of equity, since the sources of fund are in the form of capital, not loan. According to Article 5/1 of the Communiqué, the asset of the fund is separate from the asset of the founder, custodian and portfolio manager. By this manner, benefits of the investors are intended to be protected by keeping the asset of the fund free of debt from the debts of the portfolio manager or custodian to third parties. Pursuant to the second paragraph of the said provision, the asset of the fund cannot be pledged or be provided as collateral save for hedging derivative transactions and loans provided that it is on behalf of the fund and stipulated in bylaw and issuance document (within the scope of Article 23 of the Communiqué). It should be emphasized that the fund cannot be distrained even for the purpose of collection of public receivables, be subject to injunctive relief and be included in the bankrupt's estate. The debts of the founder and the portfolio manager to third parties cannot be set-off against the receivables of the fund from such third persons. All regulations bear the purpose of protecting the benefits of investors and asset of the fund is given a privileged position by virtue of its public aspect. As a result of such privileged position, as per Article 35 of the Communiqué, the merger of the fund with another fund or conversion into another fund is prohibited in order to prevent possible abuses.

varantlar ve sertifikalar, (ix) Takasbank para piyasası işlemleri, (x) türev araç işlemlerinin nakit teminatları ve primleri, (xi) SPK tarafından uygun görülen özel tasarlanmış yabancı yatırım araçları ve ikraz iştirak senetleri ve (xii) SPK tarafından uygun görülen diğer yatırım araçları ile ilgili işlemlerle uğraşabilir.

Yapılabilecek işlerin sınırlı olarak sayılmasının yanı sıra, Tebliğ'in 18/1-g maddesi uyarınca fon tarafından yurtdışında gayrimenkul alım, satım ve kiralama faaliyetlerinin yürütülemeyeceği düzenlenmiştir. Bu sınırlamaların ortaya konmasındaki temel amaç, yurt içindeki yatırımlara finansman oluşturmak ve fonun, kapsamı dışında bulunan alanlarda faaliyet göstermesine engel olmaktır. Ayrıca fonlar, yurtiçinde olup olmaması fark etmeksizin inşaat işleriyle uğraşamayacak ve gayrimenkul projelerine yatırım yapamayacaklardır.

IV. GAYRİMENKUL YATIRIM FONUNUN MALVARLIĞI

Fon, temelde öz varlıklardan oluşmaktadır. Zira fon kaynakları, borç niteliğinde değil sermaye niteliğindedir. Tebliğ'in 5/1 maddesi uyarınca, fonun malvarlığı kurucunun, portföy saklayıcısının ve portföy yöneticisinin malvarlığından ayrıdır. Söz konusu malvarlıkları ayrı tutularak, fon malvarlığı portföy saklayıcısı veya yöneticisinin üçüncü kişilere olan borçlarından arı tutulup, yatırımcıların menfaatleri korunmak istenmektedir. İlgili maddenin ikinci fıkrası uyarınca, fon malvarlığı; fon hesabına olması, içtüzük ve ihraç belgesinde hüküm bulunması şartıyla (Tebliğ'in 23. maddesi kapsamında) kredi alınması ve koruma amaçlı türev araç işlemleri haricinde teminat olarak gösterilemeyecek ve rehnedilemeyecektir. Önemle belirtmek gerekir ki, fon, kamu alacaklarının tahsili amacı da dâhil olmak üzere haczedilemeyecek, üzerine ihtiyati tedbir konulamayacak ve iflas masasına dâhil edilemeyecektir. Kurucunun veya portföy yöneticisinin üçüncü kişilere olan borçları ve yükümlülükleri ile fonun aynı üçüncü kişilerden olan alacakları birbirine karşı mahsup edilemeyecektir. Tüm bu düzenlemeler, fona yatırım yapacak olan yatırımcıların menfaatlerini koruma amacı taşımakta ve fon malvarlığı, sahip olduğu kamusal önem sebebiyle, ayrıcalıklı bir konuma oturtulmaktadır. Fonun sahip olduğu ayrıcalıklı konumun bir sonucu olarak, olası suiistimallerin önüne geçilmesi adına, Tebliğ'in 35. maddesi uyarınca, fonun başka bir fonla birleştirilmesi veya başka bir fona dönüştürülmesi yasaklanmıştır.

Pursuant to Article 19 of the Communiqué, 80% of the total value of the fund must consist of real estate investments. The total of real estate investments which separately exceed 20% of the total value of the fund shall not exceed the 60% of the total value of the fund. However, such restriction shall not be applied to the funds which shall invest in only one real estate or operate in a particular sector. The risk is aimed to be reduced by diversifying it with the restrictions towards diversifying the portfolio. Nonetheless, as such provisions are thought to hinder reasonable investments, the funds which shall invest in only one real estate or which shall operate in a particular sector are excluded from such limitations.

V. MANAGEMENT OF THE REAL ESTATE INVESTMENT FUND AND PARTICIPATION SHARE

A. Power and Responsibility of the Founder

The founder is responsible for the representation, management, supervision of the management and its activities in accordance with the provisions of the bylaws and issuance documents in order to protect the rights of the owners of fund's participation share.¹² Pursuant to Article 7 of the Communiqué, founder is authorized to dispose of the assets of the fund on its behalf and for the account of fund, in accordance with the legislation, bylaws and the issuance document and to use the rights arising out of them. The use of outsourced services, including portfolio management services, during the execution of the fund's activities will not remove the responsibility of the founder. Therefore, the power of the fund's founder that emerges from the proxy is determined in concrete terms and prevents the founder from acting beyond the limit of its authority.

The provisions between Articles 502 and 514 regulating the proxy agreement of the Turkish Code of Obligations No. 6098¹³ shall be applicable *mutatis mutandis* in cases where there is no provision in the relevant legislation, bylaws and issuance document about the relationship between the founder and owners of participation share.¹⁴

B. Representation of the Fund

According to Article 10 of the Communiqué, fund is represented by the board of directors established by the founder at the execution of all its activities. The board of directors may transfer such authority to one or more executive members. However, it is obligatory to conduct

Tebliğ'in 19. maddesi uyarınca, fon toplam değerinin en az %80'inin gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunludur. Tek başına fon toplam değerinin %20'sini geçen gayrimenkul yatırımlarının tamamı, fon toplam değerinin %60'ını aşamayacaktır. Yalnızca belli bir gayrimenkule yatırım yapacak ya da belirli bir sektörde faaliyet gösterecek fonlar için bu sınırlama uygulanmayacaktır. Portföyün çeşitlendirilmesine yönelik getirilen sınırlamalarla, riskin çeşitlendirmek suretiyle düşürülmesi amaçlanmıştır. Ancak bu düzenlemelerin makul yatırımların yapılmasına engel teşkil edeceği düşünüldüğünden, yalnızca belli bir gayrimenkule yatırım yapacak ya da belirli bir sektörde faaliyet gösterecek fonlar bu sınırlamalardan istisna tutulmuştur.

V. GAYRİMENKUL YATIRIM FONUNUN YÖNETİMİ VE KATILMA PAYLARI

A. Kurucunun Yetki ve Sorumluluğu

Kurucu, fonun katılma payı sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde temsili, yönetimi, yönetiminin denetlenmesi ile faaliyetlerinin içtüzük ve ihraç belgesi hükümlerine uygun olarak yürütülmesinden sorumludur.¹² Tebliğ'in 7. maddesi uyarınca kurucu, fona ait varlıklar üzerinde kendi adına ve fon hesabına mevzuat ve içtüzük ile ihraç belgesine uygun olarak tasarrufta bulunmaya ve bundan doğan hakları kullanmaya yetkilidir. Fonun faaliyetlerinin yürütülmesi esnasında, portföy yöneticiliği hizmeti dâhil dışarıdan sağlanan hizmetlerden yararlanılması, kurucunun sorumluluğunu ortadan kaldırmayacaktır. Böylelikle fon kurucusunun vekâletten doğan yetkileri somut bir şekilde belirlenmekte ve kurucunun sahip olduğu yetki sınırının ötesinde hareket etmesinin önüne geçilmektedir.

Kurucu ile katılma payı sahipleri arasındaki ilişkilere kanunda, ilgili mevzuatta, içtüzükte ve ihraç belgesinde hüküm bulunmayan hallerde 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu'nun¹³ vekâlet sözleşmesine ilişkin 502 ile 514 numaralı maddeleri arasındaki hükümler kıyasen uygulanacaktır.¹⁴

B. Fonun Temsili

Tebliğ'in 10. maddesi uyarınca, fon, tüm faaliyetlerinin icrasında, kurucu tarafından oluşturulan yönetim kurulu tarafından temsil edilir. Yönetim kurulu bu yetkisini, bir veya daha fazla Murahhas üyeye devredebilir. Ancak, fonun kuruluş, katılma payı ihracı, tasfiye, yönetim üc-



some transactions such as the establishment of the fund, the issuance of share certificates, liquidation, increase in management fees and other transactions that may affect the investment decisions of the owners of participation shares, via a resolution of the board of directors. Thus, transfer of important transactions to third parties is restricted and such transactions are ordered to be carried out by the board of directors. The representation authority given to whole of the members of the board regarding important actions prevents stand-alone representation and impulsive transactions.

C. Participation Share

Participation shares can only be purchased by qualified investors. According to Article 15 of the Communiqué, participation shares do not hold a nominal value. Fund unit share value is obtained by dividing the total value of fund by the number of participation shares. Fund unit share value is calculated at least once a year and reported to qualified investors. As a consequence of the mentioned provision, the participation shares are not issued at a fixed value and the value of the investment made by every person is calculated based on the total investment rate of the individual investments. Thus, unreal valua-

ret artışı ile katılma payı sahiplerinin yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki diğer işlemlerinin yönetim kurulu kararı ile yapılması zorunludur. Böylece önemli nitelikteki işlerin başka üçüncü kişilere devredilmesi sınırlandırılmakta ve bu işlerin bizzat yönetim kurulu tarafından yapılması emredilmektedir. Önemli işlerde temsil yetkisinin yönetim kurulu üyelerinin tamamına verilmiş olması, tek başına temsili engellemekte ve söz konusu işlerde fevri işlemler yapılmasının önüne geçmektedir.

C. Katılma Payları

Katılma payları sadece nitelikli yatırımcılar tarafından satın alınabilir. Tebliğ'in 15. maddesi uyarınca, katılma paylarının itibari değeri yoktur. Fon birim pay değeri, fon toplam değerinin katılma paylarının sayısına bölünmesiyle elde edilir. Fon birim pay değerleri en az yılda bir kere hesaplanıp, nitelikli yatırımcılara bildirilir. Söz konusu hükmün sonucu olarak, katılma payları sabit bir değer üzerinden ihraç edilmemekte, herkesin yapmış olduğu yatırımın değeri, bireysel yatırımların toplam yatırıma oranı üzerinden hesaplanmaktadır. Böylece gerçekten uzak değerlemelerin önüne geçilmekte ve somut yatırımların değerleri üzerinden payların değeri belirlenmektedir.



tions are prevented and the value of the shares is determined over the values of tangible investments.

Pursuant to Article 16 of the Communiqué, the sale of participation shares can be carried out by full payment of the fund unit share value in cash; return of the participation share to the fund, by liquidation of the investors' shares by returning them to the fund in accordance with the issuance documents. An entrance and exit commission may be applied for the sale and return of the shares to the fund. However, such commissions are registered as revenue to the fund. The founder and the firm which carries out the activities of marketing and distribution of participation shares are severally responsible for the damages to arise out of a breach. Thus, return of the investment is secured for the investors and they are provided with the foreseeability. It is possible to transfer the participation shares between qualified investors as well as returning them to the fund.

Participation share is not only important for valuations, but also for dividend distributions. Pursuant to Article 27 of the Communiqué, the fund can distribute dividend to owners of the participation shares according to rules stipulated in the issuance document. Therefore, owners

Tebliğ'in 16. maddesi uyarınca, katılma payı satışı, fon birim pay değerinin tam olarak nakden ödenmesi, katılma payının fona iadesi, yatırımcıların paylarının ihraç belgesinde belirlenen esaslara göre fona iade edilmek suretiyle nakde çevrilmesi suretiyle gerçekleştirilebilir. Katılma paylarının satışı ve fona iadesinde giriş çıkış komisyonu uygulanabilir. Ancak, bu tür komisyonlar fona gelir olarak kaydedilir. Bu hususlara aykırılık nedeniyle doğabilecek yatırımcı zararlarından kurucu ile katılma payı pazarlama ve dağıtım faaliyetlerini yürüten kuruluş müteselsilen sorumludur. Bu yolla yatırımcıların hukuki öngörülebilirliğe sahip olmaları sağlanmakta ve yatırımlarını belirlenen usuller çerçevesinde geri alabilmeleri teminat altına alınmaktadır. Katılma paylarının fona iadesinin yanı sıra, nitelikli yatırımcılar arasında devri de mümkündür.

Katılma payları sadece değerlemelerde önem arz etmemekte, aynı zamanda kar dağıtımlarında da önem kazanmaktadır. Tebliğ'in 27. maddesi uyarınca, fon ihraç belgesinde yer verilen esaslar çerçevesinde fon tarafından katılma pay sahiplerine kar dağıtılabilir. Böylece pay sahipleri, değerlemelerde oluşan artışlardan kazanç sağlamanın yanında, pay sahipliği devam ederken kar dağıtımdan da kazanç elde edebilmektedir.

of participation shares can profit from dividend distribution in the course of shareholding along with the increase caused at evaluation.

D. Obligation to Inform and Supervision of the Fund

It should be stated that the information documents of the fund consist of bylaw of the fund, issuance document and investor information form, if present. The said documents can be defined as follows; bylaw of the fund is a contract, between the owners of the participation shares, the founder, portfolio manager and the custodian, which includes general transaction conditions about the management of the fund's portfolio in accordance with the provisions of proxy contract, operation of the fund's portfolio according to the principles of fiduciary ownership and keeping the fund's portfolio; fund issuance document is a document which provides information on characteristic of the fund and terms of the sale; investor information form is a brief form which exhibits the structure, investment strategy and risks of the fund.¹⁵

Thanks to the documents defined above, the funds have a transparent and trustworthy investment environment. Likewise, the fund must be managed in manner that a transparent and trustworthy investment environment requires, within the framework of the principle of publicity.

In parallel, as per Article 31 of the Communiqué, the founder and the portfolio manager (if present) informs the owners of participation shares about the real estate investments, (if present) together with the information about the relationship between the said investments and executives of the fund, within 15 days from the date of investment, with the most suitable means of communication. Therefore, transparency in the management is achieved and the investors are informed about the investments. Along with the said informing obligation, pursuant to Article 33 of the Communiqué, all transactions and accounts of the founder, portfolio manager (if present) and custodian are subject to supervision of CMB.

VI. POSSIBLE CRISIS AND PRECAUTIONS

The fund crisis in the past of the Germany, Netherland and Hungary are caused by remarkable decreases in real estate prices. As a result of such significant decreases in real estate prices, investors tried to sell their participa-

D. Bilgi Verme Yükümlülüğü ve Fonun Denetimi

Belirtmek gerekir ki, fon bilgilendirme dokümanları, fon içtüzüğü, ihraç belgesi ve varsa yatırımcı bilgi formundan oluşmaktadır. Söz konusu belgeler tanımlanacak olursa, fon içtüzüğü; katılma payı sahipleri ile kurucu, portföy saklayıcısı ve portföy yöneticisi arasında fon portföyünün inançlı mülkiyet esaslarına göre işletilmesini, saklanması ve vekâlet akdi hükümlerine göre yönetimini konu alan genel işlem şartlarını içeren bir sözleşmedir; fon ihraç belgesi, fonun niteliği ve satış şartları hakkında bilgi veren belgedir; ve yatırımcı bilgi formu, fonun yapısını, yatırım stratejisini ve risklerini gösteren özet bir formdur.¹⁵

Yukarıda tanımlanmış olan belgeler sayesinde, fonların şeffaf ve güvenilir bir yatırım ortamına sahip olması sağlanmaktadır. Nitekim fon, kamuya açıklık ilkesi çerçevesinde şeffaf ve güvenilir bir yatırım ortamının gerektirdiği şekilde yönetilmek zorundadır.

Paralel olarak, Tebliğ'in 31. maddesi uyarınca, kurucu ve varsa portföy yöneticisi gayrimenkul yatırımlarına ilişkin bilgileri, varsa söz konusu yatırımlarla fon yönetiminde görev alan kişilerin ilişkisini de içerecek şekilde, yatırımın yapıldığı tarihten itibaren 15 gün içinde en uygun haberleşme vasıtasıyla katılma pay sahiplerine bildirir. Böylece, yatırımcılar yapılan yatırımlardan haberdar olmakta ve fon yönetiminde şeffaflık sağlanmaktadır. Söz konusu bildirim yükümlülüğünün yanında, Tebliğ'in 33. maddesi uyarınca fon kurucusunun ve varsa portföy yöneticisi ile saklayıcısının fona ilişkin bütün hesap ve işlemleri SPK denetimine tabi kılınmıştır.

VI. OLASI KRİZLER VE BUNLARA KARŞI ALINABİLECEK TEDBİRLER

Almanya, Hollanda ve Avustralya'nın geçmişindeki fon krizleri temelde gayrimenkul fiyatlarındaki önemli düşüşler sebebiyle ortaya çıkmıştır. Gayrimenkul fiyatlarında gerçekleşen önemli düşüşlerin sonucunda, yatırımcılar katılma belgelerinin değerinin düşeceğini düşünerek toplu halde katılma belgelerini satmaya çalışmıştır. Daha sonra katılma paylarını düşük fiyattan tekrardan satın alarak arbitraj kazancı elde etmek istemişlerdir. Ancak büyük miktarda geri satışlar sonucunda fonların bünyesinde bulunan nakit varlıklar tükenmiş ve fonlar ciddi bir likidite sorunu ile karşı karşıya kalmışlardır.¹⁶

tion documents collectively since they thought that the value of participation documents was going to decrease. Then, they tried to make arbitrage profit by purchasing participation shares for a lower price. However, as a result of large-scale sales, the funds run out of cash reserve and faced a serious liquidity problem.¹⁶

It is seen that the expectations towards a decrease in the real estate prices have an important role in the occurrence of crisis rather than actual loss in real estate prices. Even though the value of the fund does not decrease, the investors try to return the participation documents to the fund because they are concerned that the other investors would sell participation documents in significant amounts and the fund will face a serious liquidity problem. In such a scenario, even the possibility of closure of the fund may come to the fore.¹⁷

The funds are subject to a strict supervision of the CMB in order to prevent the expectations of investors which are effective in the emergence of the crisis and liquidity problem faced by the funds. Primarily, only the qualified investors are allowed to invest in the funds and it is aimed for the investors to take more professional decisions and to not act under the effect of information pollution in the market. Secondly, in order to overcome a liquidity problem, the funds are given the opportunity of obtaining loan up to 50% of the portfolio value. Thus, immediate cash needs can be met by indebtedness.

Several precautions are taken in order to increase the resistance of the funds against possible crisis in Turkey. It is an obligation for the conditions of leaving the fund to be present in the information documents. In extraordinary cases, trading of the participation shares can be

Krizlerin ortaya çıkmasında, gayrimenkul fiyatlarındaki gerçek değer kaybından ziyade, gayrimenkul fiyatlarının düşeceğine dair beklentinin büyük rol oynadığı görülmektedir. Fonun değeri gerçekte önemli ölçüde azalmamış olsa dahi, yatırımcı diğer yatırımcıların önemli miktarda katılma belgesi satışı yapacağından ve fonun ciddi bir likidite sorunuyla karşı karşıya kalmasından endişe ederek elindeki katılma belgelerini fona iade etmeye çalışmaktadır. Böyle bir senaryoda fonun kapanması ihtimali dahi söz konusu olabilecektir.¹⁷

Krizlerin ortaya çıkmasında etkili olan yatırımcı beklentileri ve devamında fonun yüz yüze geldiği likidite sıkıntının önüne geçebilmek için, fonlar SPK tarafından sıkı bir denetime tabi tutulmuştur. Öncelikle fonlara sadece nitelikli yatırımcılar tarafından yatırım yapılması imkânı tanınmış, bununla birlikte, yatırımcıların daha profesyonel kararlar almaları ve piyasadaki bilgi kirliliklerinden etkilenip hareket etmemeleri amaçlanmıştır. İkinci olarak, olası bir likidite krizinin üstesinden gelinmesi adına, fonlara portföy değerlerinin %50'sine kadar borçlanabilme imkânı getirilmiştir. Böylece ani nakit ihtiyaçları borçlanma yoluyla karşılanabilmektedir.

Türkiye'deki fonların muhtemel krizlere karşı direncini arttırmak adına çeşitli tedbirler uygulanmaktadır. Fondan ayrılma şartlarının, bilgilendirme dokümanları içerisinde yer alması zorunlu tutulmuştur. Olağanüstü hallerde ise, SPK'nın onay vermesi şartıyla, katılma paylarının alım satımı durdurulabilmektedir. Bu sayede olası bir likidite krizine karşı fonun direnci artırılmaktadır. Fon portföyünde bulunan gayrimenkuller, düzenli aralıklarla bağımsız gayrimenkul değerleme kuruluşlarınca değerlemeye tabi tutulmakta ve fon birim pay değerleri en az yılda bir kere hesaplanıp nitelikli yatırımcıların

FOOTNOTE

1 Erkan Özgüç, "Gayrimenkul Yatırım Fonları: Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar ve Türkiye İçin Öneriler", Research Report of Capital Market Board, 03.04.2008, <http://www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=960&ct=f&action=displayfile>, (Last access: 25.04.2017).

2 Published in the Official Gazette (OG) dated 03.01.2014 and numbered 28871.

3 OG dated 08.12.2001 and numbered 24607.

4 Kasaroglu Law Firm, Gayrimenkul Yatırım Fonu ve Yabancıların Gayrimenkul Yatırım Fonu Kapsamındaki Avantajları, <http://www.kasaroglu.av.tr/tr/28035/Gayrimenkul-Yatirim-Fonu->

<http://www.kasaroglu.av.tr/tr/28035/Gayrimenkul-Yatirim-Fonu-> Ve-Yabancıların-Gayrimenkul-Yatirim-Fonu-Kapsamındaki-Avantajları (Last access: 25.04.2017)

5 OG dated 28.06.2013 and numbered 28691.

6 OG dated 17.12.2013 and numbered 28854.

7 Saibe Oktay Özdemir, "Teminat Amaçlı Mülkiyet Devri Sözleşmeleri", Milletlerarası Hukuk ve Milletlerarası Özel Hukuk Bülteni, 1999-2000, V. 19, N.1-2, p. 671.

8 Ahu Ayanoğlu Morali, Mülkiyet Hakkının Teminat Amaçlı Devrine Yönelik İnançlı İşlemler, Unpublished Doctoral Thesis, Galatasaray University Institute of Social Sciences, Department of Private Law, Istanbul 2006, p. 234.

9 Özgüç, p. 21.

10 Özdemir, p. 662.

11 Art. 5/1-(d) - 4 of Corporation Tax Law dated 13.06.2006 and numbered 5520.

12 Capital Market Board, Gayrimenkul Yatırım Fonu Tanıtım Rehberi (Guide for Real Estate Investment Funds), ("CMB Guide"), Ankara, June 2016, p. 8.

13 OG dated 04.02.2011 and numbered 27836.

14 CMB Guide, p. 8.

15 CMB Guide, p. 7.

16 Özgüç, p. 31.

17 Özgüç, p. 33.

ceased depending on the approval of the CMB. By this means, the resistance of the fund is increased against a possible liquidity crisis. The real estate in the portfolio of the fund is subject to an evaluation by an independent appraiser at regular intervals and fund unit share value is calculated and reported to the qualified investors at least once a year. By this means, it is aimed to keep the value of the participation shares close to the real value of the real estate. In order to sustain objectivity in valuation, for each asset in the fund's portfolio, the valuation service can be obtained from the same appraiser for maximum three successive years. The asset of the fund is separate from the assets of the founder and the portfolio manager and by this means; it is protected against claims from third parties. Participation shares can only be sold to the qualified shareholders for the purpose of decreasing the manipulations to the minimum. Also, in order to prevent the information pollution about the funds, any kind of public announcement and advertisement regarding the fund is prohibited apart from advertising to the qualified investors.

In order to prevent the chance of arbitrage that may be applied by investors, investors have been entitled to gain an exit commission from the sale and return of the participation shares to the fund. It is an obligation for the founder and the portfolio manager to establish a risk management system in a manner to include the management of financing risk regarding real estate investments, liquidity risks and other probable risks as minimum. Also the founder is responsible for providing necessary liquidity at the return of the participation shares to the fund. For the purpose of providing necessary liquidity, the funds may borrow loans up to 50% of the fund's total value calculated as of the recent accounting period.

rımcılara bildirilmektedir. Bu sayede katılım paylarının değerinin gayrimenkullerin gerçek değerine yakın tutulması hedeflenmektedir. Değerlemelerde objektifliğin sürdürülebilmesi amacıyla fon portföyünde bulunan her bir varlık için, aynı gayrimenkul değerlendirme kuruluşundan üst üste en fazla üç yıl hizmet alınabilmektedir. Fonun malvarlığı, fon kurucusu ve portföy yöneticisinin mal varlığından ayrı tutulmuş ve bu sayede yatırımcılar üçüncü kişilerden gelen taleplere karşı korunmuştur. Fonlarla ilgili manipülasyonları minimuma indirmek amacıyla katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılabilmektedir. Ayrıca fonlarla ilgili bilgi kirliliğinin oluşmasını engellemek adına, nitelikli yatırımcılara yapılan tanıtımlar hariç olmak üzere fona ilişkin olarak kamuya yönelik her ne suretle olursa olsun reklam ve ilan verilmesine müsaade edilmemiştir.

Yatırımcılar tarafından uygulanabilecek arbitraj imkânının önüne geçmek amacıyla, katılma paylarının satışı ve fona iadesinde çıkış komisyonu alınması mümkün kılınmıştır. Fon kurucusu ve portföy yöneticisinin risk yönetim sisteminin asgari olarak gayrimenkul yatırımlarına ilişkin finansman riski ve likidite riski ile diğer muhtemel risklerin yönetimini içerecek şekilde oluşturulması zorunlu tutulmuştur ve kurucu fon katılma paylarının fona iade edilmesinde gerekli likiditenin sağlanmasından bizzat sorumlu tutulmuştur. Gerekli likiditenin sağlanması adına, fonlar son hesap dönemi itibarıyla hesaplanan toplam Fon değerinin azami %50'si oranında kredi kullanabilmektedir.

VII. SONUÇ

Fonlar ayrıcalıklı bir konuma sahip olup, taşımakta oldukları önem nedeniyle, yasal düzenlemelerle hukuki

DİPNOT

- 1 **Erkan Özgüç**, "Gayrimenkul Yatırım Fonları: Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar ve Türkiye İçin Öneriler", Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 03.04.2008, <http://www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=960&ct=f&action=displayfile> (Son erişim: 25.04.2017).
- 2 03.01.2014 tarih, 28871 sayılı Resmi Gazete (RG).
- 3 08.12.2001 tarih, 24607 sayılı RG.
- 4 **Kasaroğlu Hukuk Bürosu**, Gayrimenkul Yatırım Fonu ve Yabancıların Gayrimenkul Yatırım Fonu Kapsamındaki Avantajları, <http://www.kasaroglu.av.tr/28035/Gayrimenkul-Yatirim-Fonu-Ve-Yabancilarin-Gayrimenkul-Yatirim-Fonu>

- Kapsamındaki-Avantajları (Son erişim: 25.04.2017).
- 5 28.06.2013 tarih, 28691 sayılı RG.
- 6 17.12.2013 tarih, 28854 sayılı RG.
- 7 **Saibe Oktay Özdemir**, "Teminat Amaçlı Mülkiyet Devri Sözleşmeleri", Milletlerarası Hukuk ve Milletlerarası Özel Hukuk Bülteni, Yıl: 1999-2000, Cilt: 19, Sayı: 1-2, s.671.
- 8 **Ahu Ayanoglu Morali**, Mülkiyet Hakkının Teminat Amaçlı Devrine Yönelik İnançlı İşlemler, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı, İstanbul 2006, s. 234.
- 9 **Özgüç**, s. 21.

- 10 **Özdemir**, s.662.
- 11 13.06.2006 tarih ve 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu, madde 5/1-(d) - 4.
- 12 **Sermaye Piyasası Kurulu**, Gayrimenkul Yatırım Fonu Tanıtım Rehberi ("SPK Rehberi"), Ankara, Haziran 2016, s. 8.
- 13 04.02.2011 tarih, 27836 sayılı RG.
- 14 SPK Rehberi, s. 8.
- 15 SPK Rehberi, s. 7.
- 16 **Özgüç**, s. 31
- 17 **Özgüç**, s. 33

VII. CONCLUSION

The funds have a privileged position and are protected by government on a legal basis because of their importance. By virtue of the legal structure of the funds, the funds are considered as important investment instruments in the course of development of Turkey. It is admitted that the funds have a major role in financing large-scale real estate investments. The funds have been regulated in detail under the Communiqué as issued by the CMB and in order to protect the investors while accomplishing the fund's purpose, the founders and the managers of the fund have been obligated to follow the rules in the Communiqué and also the management has been subjected to the supervision of the CMB.

Considering that the majority of the investments in Turkey takes place in real estate sector, the funds are considered to be a reasonable investment instrument for Turkish investors. On the background of such opinion lies the legal infrastructure of the fund. The investments to be realized on the behalf of the fund are executed by persons specialized in the field whose transactions are supervised by the CMB. By this way, the risks that may be incurred by investors are reduced to a minimum level and thus the investors are encouraged more to invest in the fund. ■

anlamda devlet tarafından korunmaktadır. Yasal düzenlemeler ile getirilen hukuki yapı sayesinde, fonlar Türkiye'nin kalkınmasında önemli bir yatırım aracı olarak görülebilecektir. Bununla birlikte, fonların büyük çaptaki gayrimenkul yatırımlarının finansmanının sağlanmasında büyük öneme sahip olduğu kabul edilmektedir. Fonlar, SPK tarafından çıkarılan Tebliğ'de detaylı olarak düzenlenmiş olup, fonun amacı yerine getirilirken yatırımcıların korunması adına, kurucular ve yöneticilerin Tebliğ'deki kurallara uyması zorunlu tutulmuş ve ayrıca fonun yönetimi SPK'nın denetimine tabi kılınmıştır.

Türkiye'deki yatırımların büyük çoğunluğunun gayrimenkul sektöründe olduğu göz önünde bulundurulduğunda, Türk yatırımcılar adına fonun makul bir yatırım aracı olduğu düşünülmektedir. Bu düşüncenin temelinde fonun sahip olduğu hukuki alt yapı yer almaktadır. Fon adına yapılacak olan yatırımlar alanında uzman kişiler tarafından yönetilmekte olup, söz konusu işlemler ayrıca SPK tarafından denetlenmektedir. Böylece, yatırımcıların maruz kalacağı riskler asgari seviyeye indirilmekte ve Fona yatırım yapılması özendirilmektedir. ■

BIBLIOGRAPHY KAYNAKÇA

Ahu Ayanoglu Morali, Mülkiyet Hakkının Teminat Amaçlı Devrine Yönelik İnançlı İşlemler, Unpublished Doctoral Thesis, Galatasaray University Institute of Social Sciences Department of Private Law, İstanbul 2006.

Erkan Özgüç, "Gayrimenkul Yatırım Fonları: Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar ve Türkiye İçin Öneriler", Research Report of Capital Market Board, 03.04.2008, <http://www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=960&ct=f&action=displayfile> (Last access: 25.04.2017).

Kasaroglu Law Firm, Gayrimenkul Yatırım Fonu ve Yabancıların Gayrimenkul Yatırım Fonu Kapsamındaki Avantajları, <http://www.kasaroglu.av.tr/tr/28035/Gayrimenkul-Yatirim-Fonu-Ve-Yabancıların-Gayrimenkul-Yatirim-Fonu-Kapsamındaki-Avantajları> (Last access: 25.04.2017)

Saibe Oktay Özdemir, "Teminat Amaçlı Mülkiyet Devri Sözleşmeleri", Milletlerarası Hukuk ve Milletlerarası Özel Hukuk Bülteni, 1999-2000, V. 19, N. 1-2, pp. 657-683

Capital Market Board, Gayrimenkul Yatırım Fonu Tanıtım Rehberi (Guide for Real Estate Investment Funds), ("CMB Guide"), Ankara, June 2016

Ahu Ayanoglu Morali, Mülkiyet Hakkının Teminat Amaçlı Devrine Yönelik İnançlı İşlemler, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul 2006

Erkan Özgüç, Gayrimenkul Yatırım Fonları: Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar ve Türkiye İçin Öneriler, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 03.04.2008, <http://www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=960&ct=f&action=displayfile> (Son erişim: 25.04.2017)

Kasaroglu Hukuk Bürosu, Gayrimenkul Yatırım Fonu ve Yabancıların Gayrimenkul Yatırım Fonu Kapsamındaki Avantajları, <http://www.kasaroglu.av.tr/tr/28035/Gayrimenkul-Yatirim-Fonu-Ve-Yabancıların-Gayrimenkul-Yatirim-Fonu-Kapsamındaki-Avantajları> (Son erişim: 25.04.2017)

Saibe Oktay Özdemir, "Teminat Amaçlı Mülkiyet Devri Sözleşmeleri", Milletlerarası Hukuk ve Milletlerarası Özel Hukuk Bülteni, 1999-2000, Cilt: 19, Sayı: 1-2, s. 657-683

Sermaye Piyasası Kurulu, Gayrimenkul Yatırım Fonu Tanıtım Rehberi, Ankara, Haziran 2016