

Gönderilen Kurumlar:

Sermaye Piyasası Kurulu

**01.12.2009
D210/2009**

İlgi:16.11.2009 tarihinde yayımlanan “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ”

Kurulunuzca yayımlanan “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ” ile Seri: VI No:11 sayılı “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” hükümleri hakkında üyelerimizden gelen görüşler bilgi ve değerlendirmelerinize sunulmuştur.

Taslak Tebliğe İlişkin Değişiklik Önerilen Maddeler:

Madde 2 ve Madde 5

Söz konusu maddelerde, kurucuların, ortaklığın çıkarılmış sermayesinin asgari %25’i oranındaki payları Tebliğde belirtilen süre ve esaslar dahilinde halka arz edeceğini Kurula karşı taahhüt etmesine ve ortaklıkların kuruluş veya esas sözleşme değişikliğinin ticaret siciline tescilini izleyen 1 ay içinde halka arz için Kurul’a başvuruda bulunmalarına ilişkin zorunluluk getirilmekte, ortaklıkların başvurusu üzerine halka arz süresinin uzatılabileceği hususu Tebliğ dışına çıkarılmaktadır.

Halka açılma süresinin sermaye büyüklüğüne bakılmaksızın 1 aya indiriliyor olmasının, halka arz sürecinde sıkıntı yaratacağı, hedeflenen yatırımcı kitlesine ulaşmasını ve sektöre yeni şirketlerin girmesini engelleyeceği ve sektörün büyümesini olumsuz yönde etkileyebileceği düşünülmektedir.

GYO’ların halka arz süreçlerinin detaylı bir düzenlemeye ve prosedüre tabi olması nedeniyle bu prosedürlerin yerine getirilebilmesi ve halka açık şirket olmanın gerektirdiği vasıfların kazanılması için uzun bir hazırlık sürecine ihtiyaç duyulmaktadır.

Taslak Tebliğe göre halka açılmayı planlayan ortaklıkların, bir aylık süre içerisinde faaliyetlerini yürütebilmesi için gerekli olan mekan, donanım ve personeli temin etmesi ve organizasyonu kurması ve varlık portföyünü oluşturması gerekmektedir. Söz konusu işlerin tamamlanması ve özellikle varlık portföyünün Tebliğde belirtilen kriterlere uygun olarak oluşturulması önemli bir mesai, titizlik ve özen gerektiren bir süreç olarak karşımıza çıkmakta ve belirtilen işlemlerin 1 ay gibi bir süre içinde tamamlanamayacağı düşünülmektedir. Bunun yanı sıra, ortaklıkların geliştirecekleri projelerin gerçekleştirilmesinde ilerleme sağlanması ve belirli bir aşamaya ulaşılması zaman alacağı için, ihtiyaç duyulan bu zamandan daha önce halka arzın gerçekleştirilmesinin ortaklığın ihraç edeceği hisse senetlerinin itibar görmemesi riskini doğuracağı ve dolayısıyla hisse senetlerinin değerinin hedeflenenden daha düşük kalmasına neden olacağı kanısındayız.

Taslak düzenleme ile halka arz süresinin uzatılabileceği hususunun da Tebliğ dışına çıkarılması planlanmaktadır. Payların ihraç edileceği piyasalarda önemli olumsuzlukların ortaya çıkması halinde ortaklıklar ek süreye ihtiyaç duyabilmektedir. Ülkemiz ekonomisinde geçmiş dönemde yaşananlar, piyasa algısının çok kısa vadelerde hatta bir kaç gün içerisinde, değişebileceğini göstermektedir. Diğer yandan piyasa koşullarının yanı sıra, halka açılmayı planlayan ortaklıkta da yönetsel veya mali

bakımdan süre uzatımını gerektiren gelişmeler yaşanabilir. Bu bağlamda, halka açılma süresinin Kurul'un uygun göreceği makul sebepler oluştuğunda uzatılabilmesine veya "mücbir sebep" olarak önceden tanımlanacak durumlar ortaya çıktığında, şirketlerin ek süre talebinde bulunabilmesine imkan tanınmasının ortaklıklar için faydalı olacağı düşünülmektedir.

Halka açılma sürecine ilişkin netleştirilmesi gereken diğer bir konu ise ortaklıklardan alınacak taahhüdün içeriğinin ne şekilde olacağıdır. Bir konuda taahhüt veriliyor olması, taahhüt edilen şeyin gerçekleşmemesi halinde, birtakım yaptırımlarının da olacağını akla getirmektedir. Gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak faaliyette bulunma hakkı ve bu haktan mahrum olmanın sonuçları ile ilgili hususlara, ortaklıklardan alınacak taahhütname ile açıklık getirilmesi konuya ilişkin belirsizlikleri ortadan kaldıracaktır.

Sonuç olarak, halka açılmaya ilişkin sürenin yeniden gözden geçirilmesi ve asgari sürenin şirketlerin sermaye büyüklüğü ile ilintili olacak şekilde belirlenmesinin (1 ila 3 yıl), makul sebepler oluştuğunda ortaklıklara ek süre tanınabilmesinin uzun vadede sektörün yararına olacağı düşünülmektedir. Ayrıca, yasal süreler içerisinde halka açılmayı gerçekleştiremeyen ortaklıklara taahhütname kapsamında belirlenecek yaptırımların uygulanması, ortaklıkların halka arza ilişkin süreyi daha verimli kullanmalarını sağlayabilecektir.

Madde 3

Taslak düzenlemede, gerçek kişi lider sermayedarların menkul ve gayrimenkul varlıklarının rayiç değerleri toplamı 20-25 milyon TL seviyesine yükseltilmektedir. Gerek ani usulde gerekse dönüşmek suretiyle kurulacak ortaklıklara ilişkin asgari sermaye şartının yükseltilmesi ile amaçlanan yeterlilikler hali hazırda sağlanacağından gerçek kişi lider sermayedarın sahip olduğu varlıkların rayiç değerlerinin artırılması sermaye birikiminin yetersiz olduğu ülkemizde GYO kuruluşunu zorlaştıracaktır. Hali hazırda, bazı ülkelerde örneğin Singapur'da, üniversiteden yeni mezun olan birisi bile arsa sahiplerini bir araya getirerek bir GYO kurabilmektedir (Cambridge REIT). <http://www.cambridge-itrust.com/>

Madde 8

Taslak düzenleme ile ortaklıkların, gayrimenkulün değerini doğrudan ve önemli ölçüde etkileyecek nitelikte herhangi bir takyidat şerhi olmayan bina, arsa, arazi ve buna benzer nitelikteki gayrimenkuller ile gayrimenkul üzerindeki hakları portföylerine dahil edebilmelerine imkan tanınmaktadır. "Gayrimenkulün değerini doğrudan ve önemli ölçüde etkileyecek nitelikte herhangi bir takyidat şerhi olmaması" şartı genel prensipte doğru olmakla birlikte bütün takyidat şerhlerinin aynı şekilde işlem yapılamaz bir unsur olarak değerlendirilmesinin GYO'ların faaliyet alanını kısıtlar nitelikte olacağı düşünülmektedir. Bazı takyidat şerhleri örneğin bir arsa üzerinde bir şahıs ya da kurum lehine verilen geçit hakkı, arsa üzerinde geliştirilecek projeyi önemli ölçüde etkilemediği gibi projenin lehine sonuçlar da doğurabilmektedir. Bu bağlamda, önemlilik ölçüsü ile ilgili olarak taslak düzenlemedeki belirsizliğin giderilmesi uygun olacaktır.

Taslak düzenlemenin aynı maddesinde mülkiyeti ortaklığa ait olmayan ve ipotek tesis edilmiş arsalar üzerinde proje geliştirilmesine imkan tanınmaktadır. Düzenleme olumlu bulunmakla birlikte, ipotek bedelinin arsa değerinin %10'unu geçemeyeceğine ilişkin sınırın özellikle orta ve büyük ölçekli projelerin finansmanında ciddi problemler yaratacağı düşünülmektedir.

Madde 11

Taslak Tebliğin 11.maddesinde değerlendirme hizmeti alınacak şirketlerin seçimine ilişkin hususlar düzenlenmektedir. Söz konusu düzenleme ile aynı değerlendirme şirketi ile çalışmaya ilişkin sürenin varlık bazında takip edilmesi ve böylece ortaklıkların süre problemleri yaşamadığı şirketlerle taşınmaz bazında çalışmaya devam edebilmeleri olanaklı hale getirilmektedir. Ancak, değerlendirme şirketinin seçiminin kısıtlanmasının, değerlendirme şirketlerinde tekelleşmeye neden olacağı ve GYO'ların hızlı hareket etmelerini zorlaştıracacağı, değerlendirme şirketini değiştirmek için Kurul iznine tabi olmanın ise GYO'larda bürokrasiyi artıracacağı düşünülmektedir.

Diğer yandan, söz konusu taslak maddesi ile ilgili olarak netleştirilmesi gereken bazı hususların bulunduğu düşünülmektedir.

- Portföye o yıl içerisinde alınabilecek ve değerlendirilecek varlıklar için değerlendirme hizmeti alınacak şirketler belirlenirken; söz konusu şirketlerin hali hazırda portföyde bulunan ve değerlendirme gerektiren varlıklarla ilgili hizmet alınan şirketlerin arasından seçilip seçilemeyeceği,
- Yönetim kurulu kararı ile seçilen şirketlere ilişkin değişiklik yapılmak istenildiğinde değişiklik talebi ve gerekçelerine ilişkin kamuoyuna açıklama yapılıp yapılmayacağı,
- Kurul'un değişiklik talebini hangi gerekçeler mevcut olduğunda onaylayacağı ve yıl içinde değişiklik talep edilen şirketle gelecek dönemlerde şartta veya süreye bağlı olarak tekrar çalışma olanağının olup olmayacağıdır.

Madde 13

Taslak Tebliğ yürürlüğe girmeden önce kurulmuş olup, halka arz olmayı bekleyen ortaklıkların, paylarının Taslak Tebliğin yayımından önce kendilerine tanınan sürelerde halka arz edilmesi için Kurul'a başvurmaları gerekmektedir. Bu kapsama giren şirket sayısı (14) düşünüldüğünde, halka açılmayı bekleyen bütün GYO'ların aynı anda halka açılmasının, yapılacak halka arzların başarısını olumsuz yönde etkileyeceği hususu dikkate alınarak Taslak düzenlemenin yeniden gözden geçirilmesi gerektiği düşünülmektedir.

Taslak Tebliğde Olumlu Bulunan Düzenlemeler:

Madde 2: Asgari halka açıklık oranının %25'e indirilmesine ilişkin düzenleme, GYO sayısının artmasına ve gayrimenkul sektörünün kurumsallaşmasına katkı sağlayacağından son derece olumlu bulunmuştur.

Madde 4: Kuruluş veya dönüşüm sözleşmelerinin 1 ay içerisinde Ticaret Siciline tescil edilmesine ilişkin düzenleme konuya açıklık getirmesi ve zaman kaybını azaltması bakımından olumlu bulunmuştur.

Madde 9: Tapu siciline şerhi gereken sözleşmeler arasına kat karşılığı inşaat sözleşmeleri ve hasılat paylaşımı sözleşmeleri gibi ortaklık lehine haklar sağlayan sözleşmelerin eklenmesine ilişkin düzenlemenin uygun olduğu düşünülmektedir.

Madde 12: Mevcut Tebliğin 29. maddesi kapsamında imzalanan sözleşmelerin, üzerinde proje geliştirilecek arsanın ipotekli olması halinde ipotek bedelinin, arsa için en son hazırlanan değerlendirme raporunda ulaşılan arsa değerine ve ortaklığın kamuya açıkladığı son üç aylık portföy tablosunda yer alan net aktif değerine oranını gösterir bilgilerin sözleşmelerin imzalanmasını, takip eden on iş günü içinde Kurula gönderilmesine ilişkin düzenlemenin kamunun aydınlatılması bakımından faydalı olacağı düşünülmektedir.

Seri:VI No:11 Sayılı Tebliğe İlişkin Ek Öneriler:

1) Halihazırda yürürlükte olan Tebliğ'in 27. maddesinin "b" bendinde "Türk Lirası veya yabancı para cinsinden vadeli ve vadesiz mevduata ise en fazla portföy değerlerinin %10'u oranında yatırım yapabilirler." hükmü yer almaktadır. Para piyasalarında yaşanan dalgalanmalardan korunmak ve nakit mevcudunun atıl kalmasını önlemek amacıyla GYO'lar, portföyündeki nakit varlıkları riski düşük olan TL veya YP vadeli mevduat olarak değerlendirebilmektedir. Hazine bonosuna, devlet tahviline, yatırım fonlarına veya hisse senetlerine yatırım yapılması halinde, GYO'ların bilançoları para ve

sermaye piyasalarında yaşanan dalgalanmalardan olumsuz yönde etkilenmektedir. Söz konusu sınırlama nakdi fazla olan GYO'ları mevduata göre riskli olan yatırım araçlarını tercih etmeye zorlamaktadır. Bu nedenle, ilgili sınırlamanın değiştirilmesi veya kaldırılmasının bahsi geçen faydalar bakımından yerinde olacağı düşünülmektedir.

2) Seri:VI No:24 sayılı “Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” içinde yer alan “nitelikli yatırımcı” tanımının tüm GYO'ları kapsayacak şekilde Seri: VI No:11 sayılı Tebliğde de yer alması GYO'ların cazibesini artıracak ve daha ciddi ve güvenilir bir yatırımcı kesimine hitap etmesine imkan sağlayacaktır. Benzer bir nitelikli yatırımcı tanımı normal GYO'lar için de getirilirse hem büyük miktarda alım yapabilecek bu tür yatırımcılar için toplu bir alım imkanı yaratılmış olacak hem de daha kısa olması öngörülen halka arz süresi içinde bu işlemin gerçekleştirilme imkanı sağlanmış olabilecektir.

3) Yürürlükte olan Tebliğin 25. maddesi (I) bendinde “Portföye alınacak her türlü bina ve benzeri yapılara ilişkin olarak yapı kullanma izninin alınmış ve kat mülkiyetinin tesis edilmiş olması zorunludur.” denmektedir. Kat irtifakı olan binaların kat mülkiyetine geçişi için bütün kat maliklerinin onayının gerekmesi ve konuyla ilgili olarak bütün kat maliklerinin ödemesi gereken yüklü masrafların oluşması sebebiyle kat irtifakından kat mülkiyetine geçişte çok fazla problem yaşanabilmektedir. Bu bağlamda, kat mülkiyeti şartının kaldırılmasının veya kat irtifakından kat mülkiyetine geçiş için ek süre verilmesinin uygulamada yaşanan problemlerin önüne geçeceği düşünülmektedir.

4) GYO'lara ilişkin kamuyu aydınlatma belgeleri arasında yer alan “Portföy Tablosu Hazırlama Kılavuzu”nun gözden geçirilmesi ve sektör uygulamalarına paralel olacak şekilde güncellenmesi gerektiği düşünülmektedir. Portföy değer tablosunun hazırlanması sırasında farklı yatırım modellerine konu varlıkların gösterim şekli ve değerleri konusunda tereddütler yaşandığı görülmektedir. Bu kapsamda, yürürlükte olan Tebliğ'in “Yatırım Faaliyetleri” başlıklı 25.maddesinde sayılan yatırım modelleri veya yatırım türleri dikkate alınarak söz konusu model veya türlerde yatırım yapıldığında; yatırıma konu varlıkların portföy değer tablosunun hangi bölümünde ve hangi değerle izleneceği hususlarında daha açıklayıcı bilgilerin kılavuzda yer alması, portföy tablosunu hazırlayanlar ve kullananlar açısından yararlı olacaktır.

Saygılarımızla,



Turgay TANES

Yönetim Kurulu Başkanı
GYODER