

# Capital Geniş Aç

İŞ YATIRIM  
Katkılarıyla



Üç ayda bir yayınlanır  
Temmuz 2007

ŞANT MANUKYAN

MORTGAGE DÜNYASINDA  
NELER OLUYOR?

İLYAS ARLI

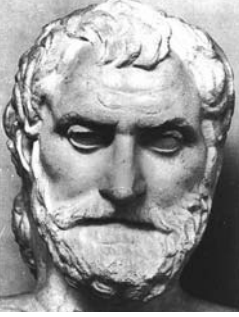
“YENİ DÖNEMDE ATIL ARAZİLERİ  
EKONOMİYE KAZANDIRACAĞIZ”



## GAYRİMENKULDE YENİ DÖNEM

YABANCI SERMAYE İLGİSİ VE YERLİLERİN ATAĞI SONRASINDA  
DEĞİŞEN GAYRİMENKUL PAZARINDAKİ SON GELİŞMELERİ  
UZMANLAR DEĞERLENDİRİYOR... YENİ DÖNEM NE GETİRECEK?

# Vadeli işlemler yeni bir ürün mü?

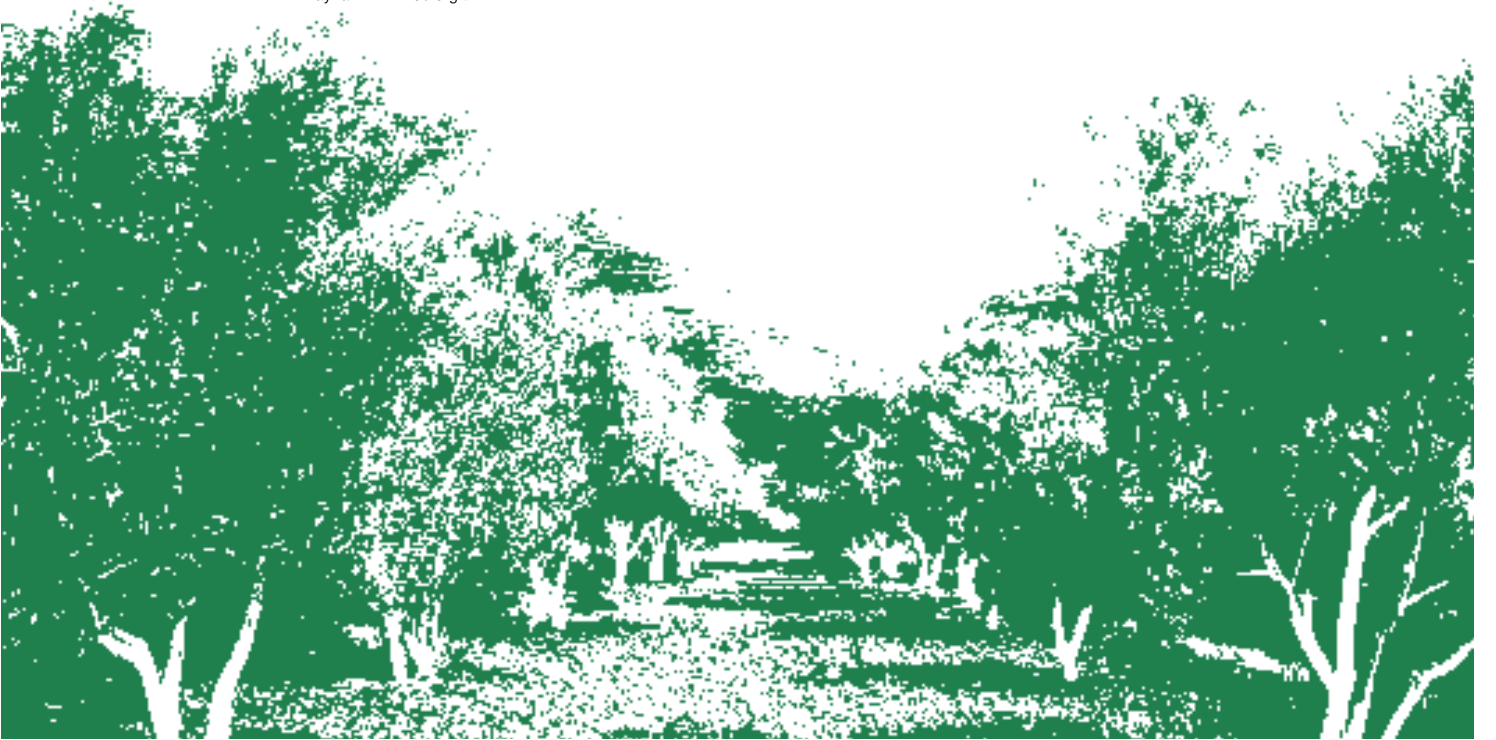


Opsiyon ve vadeli işlemlerin yakın geçmişe ait bir buluş olduğu düşünülür. Oysa bu tür işlemleri ilk gerçekleştiren ve insanlık tarihine sunan kişi, M.Ö.5. yy'da yaşayan Anadolu'lu bilge Thales'tir. Miletli Thales, astroloji ve matematik bilgisini birleştirerek bir sonraki zeytin rekoltesinin çok iyi olacağını öngörür. Milet ve civarındaki bütün zeytin sıklma atölyeleriyle depozito karşılığı bir anlaşma imzalar; sonraki sezonda tüm atölyeler kendisi için çalışacaktır. Hasat zamanı gelir, Thales yanılmamıştır; mahsül çok iyidir. Zeytin atölyelerine olan talep hızla artar. Thales de önceden kapattığı atölyeleri çok yüksek fiyatla kiraya vererek bir hayli kazançlı çıkar. Thales'in yaptığı şey aslında, zeytin hasatının opsiyonlu satışını gerçekleştirmekten ibarettir. Bilgisini uzmanlığıyla yoğun olarak geleceği öngörmüş; doğru zamanda doğru kararlar almış ve nihayetinde yatırımını kazanca dönüştürmüştür.

**Thales'in bilgiyi kazanca dönüştürmeyi sağlayan yaklaşımı,  
2500 yıl sonra yatırım dünyasında hâlâ geçerliliğini koruyor.**

**Bilgiyi öngörüye, öngörüü kazanca dönüştürmedeki  
uzmanlığını Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'na da taşıyan  
İş Yatırım, VOB'da da liderliğini sürdürüyor\*.**

\*İş Yatırım, 2005'te olduğu gibi, 2006 yılında da %25,29 pazar payı ile VOB'da en yüksek işlem hacmini gerçekleştirdi.  
Ve 2007... Mayıs ayı sonu itibarıyla %16,47 pazar payı ile İş Yatırım'ın liderliği aralıksız devam ediyor.  
Kaynak: www.vob.org.tr



Bugün, size özel çözümlerle tanıştığınız gün olabilir:  
Esra Öztuna'yı (212) 350 24 24 numaralı  
telefondan arayabilir ya da kendisine  
eoztuna@isyatirim.com.tr'den ulaşabilirsiniz.



**T**ürkiye ekonomisinin son dört yıldır elde ettiği kesintisiz büyümenin ve sağlanan ekonomik istikrarın en önemli etkenlerinden birisi olarak yabancı sermaye akışı gösteriliyor. Çoğu zaman özelleştirme, halka arzlar ve şirket satın almaları yoluyla ülkemize gelen yabancı sermayenin etkili ve ilgili olduğu en önemli sektörlerden birisi de gayrimenkul sektörü oldu. Ağırlıklı İstanbul'da olmak üzere, özellikle alışveriş merkezlerine ve ofis binalarına ciddi ilgi yöneldi. Yabancı sermayenin Türkiye'ye olan ve tüm siyasi olumsuz gelişmelere rağmen azalmayan ilgisinin bir yansımasını da gayrimenkul sektöründe görüyoruz. Gayrimenkul sektörü, global likidite bolluğuna bağlı olarak risk iştahı artan ve klasik yatırım araçlarının getirilerinin azalmasına bağlı olarak alternatif yatırım araçlarına ve alanlarına yönelen yabancılar için oldukça cazip bir seçenek olarak öne çıkıyor.

## Gayrimenkul gözde sektör olmaya devam edecek

Yabancı sermayenin artan ilgisinden öte, Türkiye'de gayrimenkul sektörü son dört yıldır çok önemli bir yükseliş trendi yakalamış durumda. Hızı biraz azalmış olsa da, bu trend hala devam ediyor ve muhtemelen daha uzun süre devam edecek. Gayrimenkul, kendisiyle birlikte en fazla sayıda yan sanayiye büyüyen bir sektör olması itibarıyla, Türkiye ekonomisinin genel büyümesine de çok önemli katkı sağlıyor; büyümenin lokomotif sektörlerinden birisi haline geliyor. Öte yandan, kurumsallaşmak da sektörün önde gelen gündem maddelerinden birisi durumunda. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarına dönüşüm ve halka açılma, sektörün kurumsallaşmasının en önemli araçları olarak öne çıkıyor.

Capital dergisi ile İş Yatırım'ın ortak ürünü olan ve üç ayda bir sizlerle buluşturduğumuz Geniş Açı'nın Temmuz 2007 sayısını, Türkiye'nin yükselen yıldızı durumundaki gayrimenkul sektörüne ayırdık. Konuyu, farklı tarafları ve uzmanlarıyla birlikte masaya yatırdık; bugününü ve geleceğini tartıştık.

Dergimize katkıda bulunan herkese buradan bir kez daha teşekkür ediyorum. Bir sonraki sayımızda, yeni bir konuda buluşmak üzere.

*M. Rauf Ateş*



**Doğan Burda**  
**Dergi Yayıncılık ve Pazarlama A.Ş.**  
Hürriyet Medya Towers 34212 Güneşli-İSTANBUL  
Tel: 0 212 410 32 28 Faks: 0 212 410 32 27  
capital@doganburda.com

**Murahhas Üye (CEO)** Mehmet Y. Yılmaz  
**Yayın Direktörü (Sorumlu)** M. Rauf Ateş  
**Yayın Yönetmeni** Sedat Seçkin Büyük  
**Haber Müdürü** Ebru Fırat  
**Yazı İşleri Müdürü** Nihal Köz  
**Görsel Yönetmen** A. Bertağ Patır  
**Yönetim Editörü** Şeyma Öncel Bayıksel  
**Finans Editörü** Hande Demirel  
**Haber Merkezi** Fadime Çoban, Yasemin Balaban, Nilüfer Gözütok, Aslı Işık, Özgür Gözler, Özlem Aydın  
**Sayfa Yapımcısı** Doğan Pektaş  
**Grafik** Tanju Güngör  
**Fotoğraflar** Gökhan Çelebi, Hüseyin Öngen  
**Marka Müdürü** Didem Alakın  
**Ankara Temsilcisi** Ahmet Erhan Çelik  
Tel: 0 312 467 14 37-38-39  
**İzmir Temsilcisi** Ziyne Attıla  
Tel: 0 232 463 78 30

### Yönetim

**Tüzel Kişi Temsilcisi ve Genel Yayın Direktörü**  
Mehmet Muhiddin Sırer  
**Satış Direktörü** Orhan Taşkın  
**Finans Direktörü** Didem Kurucu  
**Üretim Direktörü** Servet Kavasoğlu



### Reklam

**Grup Başkanı** Cem M. Başar  
**Grup Başkan Yardımcısı** Funda Baykal  
**Satış Müdürü** Özlem Güner Ateş, Emel Sönmez  
**Satış Temsilcisi** Erhan Güven - Erman İleri  
**Teknik Müdür** Nusret Kırımlıoğlu  
Tel: 0 212 336 53 60-(3 hat) Faks: 0 212 336 53 90

### Rezervasyon

Tel: 0 212 336 53 00-57-59 Faks: 0 212 336 53 92-93  
**Ankara Reklam** Tel: 0 312 467 14 37/38  
**İzmir Reklam** Tel: 0 232 463 78 30

### Hedef Sayfalar

Tel: 0 212 336 53 70 Faks: 0 212 336 53 91  
Maya Akar Center, Kat: 7 Büyükdere Cad.  
No: 100-102 34394 Esentepe/İSTANBUL

**Baskı** Uniprint Basım Sanayi ve Ticaret A.Ş.  
Hadımköy İstanbul Asfaltı, Ömerli Köyü  
Çatalca-İSTANBUL Tel: 0 212 798 28 41  
**Dağıtım** Yaysat A.Ş. Tel: 0 212 622 22 22

### Yayın Türü

Yerel, süreli, 3 aylık  
© Capital Dergisi **Doğan Burda Dergi Yayıncılık ve Pazarlama A.Ş.** tarafından T.C. yasalarına uygun olarak yayımlanmaktadır. Capital Dergisi'nin isim ve yayın hakkı **Doğan Burda Dergi Yayıncılık ve Pazarlama A.Ş.**'ye aittir. Dergide yayımlanan yazı, fotoğraf, harita, illüstrasyon ve konuların her hakkı saklıdır. İzinsiz, kaynak gösterilerek dahi alıntı yapılamaz.

DB Okur Hizmetleri hattı Tel: 0212 478 03 00  
okurhizmetleri@doganburda.com  
DB Abone Hizmetleri hattı  
Tel: 0212 478 03 00 Faks: 0212 410 35 12-13  
abone@doganburda.com  
Pazar hariç her gün saat 08.00-20.00  
arasında hizmet verilmektedir.



Son yıllarda gayrimenkul sektörü önemli bir hareketlilik içerisinde. Mortgage yasasının çıkmasıyla birlikte bu hareketlilik daha da ivme kazandı. Faizlerin düşmesi ve alternatif yatırım araçlarının cazibesini kaybetmesi, sektörü olumlu etkiledi. Talep tarafındaki hareketlilik kuşkusuz arz cephesine de yansıdı. Bu nedenle, bu sıcak gündemi Capital-İş Yatırım işbirliğiyle yayınlanan Geniş Açı dergimize taşıdık. Yabancı yatırımcıların

gelişi, GYO'lar cephesindeki gelişmeler, mortgage'ın sektöre etkisi ve daha birçok başlığın tartışıldığı yuvarlak masa toplantısını Capital ve Ekonomist dergileri yayın direktörü M. Rauf Ateş yönetti. Toplantıya Emlak Konut Genel Müdürü Dr. Feyzullah Yetgin, İş Yatırım Kurumsal Finansman Müdür Yardımcısı Hikmet Mete Gorbun, Tekfen Holding Emlak Geliştirme Grubu Başkan Yardımcısı Mehmet Erktin, Empark Genel Müdürü Murat Müftüler ve İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Genel Müdürü Turgay Tanes katıldı.



HİKMET METE  
GORBUN

# GAYRİMENKULDE YENİ DÖNEM



MEHMET ERKTİN

DR. FEYZULLAH YETGİN

TURGAY TANES

MURAT MÜFTÜLER



TURGAY TANES



**M. Rauf Ateş** Depremden sonra krize girdik, 2001 yılında ekonomik çöküntü nedeniyle sıkıntılar vardı. Sonra büyüdük. Oradan buraya bakarsak son 5-6 yılda gayrimenkul sektörü nereden nereye geldi? Bir büyüme var, neden büyüyünüz?

**Turgay Tanes** Gayrimenkul sektöründeki problem 1997-1998 yılında başladı. Aslında bu durgunluk dönemi idi. Gerek Uzak Doğu ve Rusya krizleri, gerekse o tarihteki alternatif yatırım araçlarının getirilerinin yüksekliği gayrimenkul sektörünü olumsuz etkiledi. Bu 17 Ağustos depremine kadar sürdü. O zamana kadar gayrimenkul sektörü çok durgundu. Hem yeni projelerin yapılması hem de ikinci el piyasaların performansı açısından durum iyi değildi. Türkiye maalesef çok riskli bir coğrafyada. Ülkenin tamamı ikinci derecede deprem bölgesi. Bu da deprem sonrasında fark edildi. Deprem konusunda neredeyse hepimiz uzmanlaşacak derecede bilgi bombardımanına tutulduk.

1999 depreminden sonra 2001 krizine kadar gayrimenkul sektörü o ana kadarki düşük performansından çıkıp çok canlı bir döneme girdi. O dönemde az katlı, şehir dışında yapılan projeler hızlı bir şekilde arttı. Ben bu döneme tanıklık ettim. 2001 krizi depremin yarattığı suni canlanma dönemini tekrar ortadan kaldırdı. Eskisinden daha kötü bir durağanlık dönemine girdik. Bu da 3,5 yıllık bir zaman aldı. Bu dönemde piyasada hiçbir gayrimenkul projesi olmadı. Kimse gayrimenkul sektörüne yeni bir proje yapmaya yanaşmadı. Bu durum 2004 yılının sonbaharına kadar sürdü. Bu dönemden sonra alternatif enstrümanların, yatırım araçlarının, faiz oranlarının düşmesi ve konuttaki ertelenmiş talebin etkisiyle bir canlanma oldu. Ama en büyük faktör bence alternatif yatırım araçlarının getirilerinin düşmesiydi.

2004'ten itibaren herkes döviz spekülasyonu ile para kazanılamayacağını, serbest kur rejiminin önemli bir avantaj sağlamayacağını, faiz oranlarındaki düşüşün, enflasyondaki düşüşün eskiye kıyasla büyük getirileri olmayacağını gördü. Sonra ertelenmiş talepler gündeme geldi. Ertelenmiş talepler de genellikle oturma ve yatırım aracı olarak devreye girdi. Nispeten düşük kalmış konut fiyatları, olmayan

alışveriş merkezleri cazip bir hal aldı. Vizyoner davranan, geleceğe yönelik daha öngörülü olan müteşebbisler ve bireysel tüketiciler gayrimenkul sektörüne girmenin zamanı olduğunu gördü. Gayrimenkul sektörü 2005 yılı başından itibaren müthiş bir atağa kalktı. Önce bu atılımda konut lokomotif oldu. Daha sonra alışveriş merkezi konutla birlikte lokomotif görevini taşımaya başladı. Bir de Türkiye'deki gelişmeler yabancı yatırımcıların da gözünü Türkiye'ye çevirmesine neden oldu. Yabancı yatırımcılar da gerek direkt yatırımcı olarak gerek hisse senedi yatırımcısı olarak Türkiye'ye girmeye başladı. Hepimizin bildiği birçok etken bir araya geldi ve gayrimenkul sektörü patladı.

2005 yılı boyunca gayrimenkul sektörünün alt segmentlerine baktığınızda, konutlarda özellikle İstanbul gibi lokasyonlarda dolar bazında yüzde 100, yüzde 150 arasında fiyat artışı gerçekleştiğini görürsünüz. Seri halde projeler başladı. Konut, alışveriş merkezi ve

#### TURGAY TANES

### “BEKLE-GÖR DÖNEMİ İÇİNDEYİZ”

Gayrimenkul sektörü gerilemiş değil. Sadece kısmi bir bekleme politikası yaşıyor. Alışveriş merkezlerinde ise başka bir faza geçti. Tüm yerli ve yabancılar gözlerini İstanbul gibi şehirlerden diğer şehirlere ve özellikle Anadolu şehirlerine çevirmeye başladı. Anadolu şehirlerinde yapılabilecek alışveriş merkezi, konut, veya otelin bir arada olduğu birtakım projeler başladı. Baktığımızda metrekare olarak dünyada geçerli bir tek şey var, kişi başına düşen bin metrekare alışveriş merkezi nedir? Konutta ise konut ihtiyacı nedir? Buna baktığımızda İstanbul'da kişi başına 75 metrekarelerden, şu anda yürüyen bitmiş veya planlama aşamasında olan 140-150 metrekarelere ulaştık. Hemen hemen Londra, Norveç, Fransa seviyelerine yaklaştık. Yerli ve dışarıdan gelen yabancı yatırımcılar Ankara gibi şehirlerin yanı sıra kişi başı gelir seviyesi yüksek, üniversitesi olan, önemli tüketim kapasitesine sahip illere benzer projeler ile girmeye başladılar. Şu anda geldiğimiz nokta şu: Gayrimenkul sektörü önemli bir çıkış yaptı. Hala eskisi kadar dik olmamakla beraber yatayın üzerinde bir çıkış yakalamış durumda. Ama siyasi birtakım faktörler seçim ve benzeri atmosfer gayrimenkul sektöründe ufak çaplı bir duraklama, bir bekle gör dönemi yarattı. Mortgage yasasının çıkması ve bununla ilgili çalışmaların sadece kuluçka devrinde olması nedeniyle “bekle gör” devri biraz da bununla beraber devam ediyor.

karma projeler ortaya çıktı. Bunlara İstanbul için ofis ilave oldu. 2005 yılı böyle geçtikten sonra 2006 yılının bahar aylarında döviz kurlarındaki oynama çıkışı bir süre için kesti. İnsanlar durakladı. Ama 2006 yılı da yine yükselişle devam eden bir dönemdi. Konutta bu hız daha önce kesildi, alışveriş merkezleri ise tam kapasite devam etti. Ve 2007 yılında seçim ortamına girene kadar da bu böyle devam etti.

**M. Rauf Ateş** Bu hareketliliğin bir ayağında da yabancılar vardı. Onu da Murat Müftüler'den alalım. Yabancı gayrimenkul yatırımcıları Türkiye'ye niye geldiler?

**Murat Müftüler** Birden keşfettiler diyemem. Yabancılar çok ciddi çalışmalar sonucunda o ülkeye girip girmemeye karar veriyorlar. Türkiye'yi global ekonominin gelişiminden, para piyasalarının hareketlerinden uzak değerlendiremezsiniz. Genel olarak dünyada para veya varlık nasıl hareket ediyor ve bu Türkiye'ye nasıl yansdı sorusuna cevap bulmak önemli. En azından geçtiğimiz son 5 yılı o değerlendirmeyi yaparak incelemek lazım.

Dünyada çok ciddi bir likidite fırtınası var. Sonuçta Turgay Bey'in de söylediği gibi alternatif yatırım araçlarının getirileri de bütün dünyada düşmüş durumda. Ama bununla birlikte varlığın değerini kullanabilmesi için para piyasalarının daha reel sektörlerde belli yatırımlara gitmesi gerekiyor. Gayrimenkul bunlardan bir tanesi. Belki de hedge özelliğinin olması

yani riske karşı bir çıta özelliğinin olması sebebiyle tüm dünyada cazibe yaratıyor. Son 5 yıla diğer gelişmelerle baktığımız zaman Türkiye'ye de bu likiditenin biraz yönlenmesine sebep oldu. Yurtdışında bu son 10-15 yıldır zaten takip ettiğimiz bir hareketlilikti, ama Türkiye'deki bazı gelişmeler neler onlara bakmak lazım. Bu gelişmeler para piyasalarının Türkiye'yi de artık korkmadan portföylerine alma eğilimini doğurdu. Bunlardan en basiti Avrupa Birliği. Avrupa Birliği trenine bindiğiniz zaman Doğu Avrupa, Balkanlar gibi yerlerdeki gayrimenkul gelişmelerini yakından takip edebilirsiniz. Türkiye'de de bu yeşil ışık yandıktan sonra gayrimenkul yatırımları için ciddi kanun ve mevzuatta da yapılan düzenlemeler vasıtasıyla pazar gelişmeye başladı ve gerisi geliyor. En basitinden gayrimenkul sektörünü kullanıcısından ayıramazsınız. Bir alışveriş yapıyorsanız perakende sektörünün gelişimine bakmanız lazım. Bir endüstriyel tesis yapıyorsanız o ülkedeki lojistik sektörünün, imalat sanayinin gelişimine bakmanız lazım. Bu sektörlerin gelişimi, global seviyedeki likidite fırtınası ve bütün bunlar bir araya gelince Türkiye de bundan faydalanmaya başladı. Turgay Bey'in söylediği kişi başına düşen alışveriş merkezi metrekaresi, gayri safi milli hasılaya düşen depo metrekaresi, bütün bunlara baktığımız zaman Türkiye çok geride. Hem kalite hem adet olarak. Bu tabii ki yabancı yatırımcılar

## “YABANCI YATIRIM 6 MİLYAR DOLARA ULAŞTI”

**M. Rauf Ateş** Gayrimenkul piyasası açısından Türkiye'ye ne tür yabancı yatırımcı geliyor? Hangi ülkeden geliyor ve beklentileri nedir? Bir profil çizer misiniz?

**Hikmet Mete Gorbon** Öncelikle Murat Bey'in dediği gibi azıcık açıldıktan sonra büyümeyi gördük. 2006'da yurtdışından gelen sermaye girişi 18 milyar dolar seviyesinde, bunun yaklaşık 6 milyar doları gayrimenkul yatırımı şeklinde gelmiş durumda. Bu rakamlardan bahsediyoruz. Yatırımcılara baktığımızda 2 ana grupta toplamamız mümkün.

Birincisi yüksek getirisi olmayan bir grup. Bunlar Türklerle ortaklık yapıyor, projeler de finansman ihtiyacı karşılıyor ve o projelerin getirilerini alıyorlar. Bir grup yatırımcı da var ki, bunlar da sabit getirili yatırımları tercih ediyor. Bitmiş alışveriş merkezlerinin kira gelirlerini istiyorlar. Ülke olarak baktığımızda ağırlıklı Avrupa fonlarının ve Körfez yatırımcılarının geldiğini görüyoruz. Her iki taraftan da her iki türde yatırımcı var.

**M. Rauf Ateş** Yabancıların bu alana yatırım yapması onlar açısından baktığımızda kolay mı, yoksa büyük zorluklarla karşılaşılıyorlar mı?

**Hikmet Mete Gorbon** Genel olarak karşılaştıkları zorluklar, muhatap oldukları şirketlerin yeterince kurumsallaşmaması. Arazisini alacakları, birlikte proje yapacakları insanların gerçekçi olmayan beklentileri en çok karşılaştıkları problem.



HİKMET METE GORBON



MEHMET ERKTİN



için çok ciddi bir büyüme potansiyeli. Mevcut bir yatırım yaparsınız ve o yatırıma belli bir getiri beklersiniz, bunun yanında bir de büyüme potansiyeli ararsınız. Türkiye şu anda bu ikisini de sunuyor.

**M. Rauf Ateş** Mehmet Erktin Bey'le konuşurken 20 yıla yakın Tekfen'de çalıştığını söyledi. Tekfen inşaatla en eski gruplardan birisi. Böyle bir patlama, büyüme öngörülüyor muydu? Uzun yıllar Türkiye'de inşaat sektörü dış pazarlarda büyüdü, iç pazar genellikle durgundu. Siz yerli bir şirket olarak bu durumu nasıl değerlendiriyorsunuz?

**Mehmet Erktin** Aslında Tekfen'in uzmanlığı daha ziyade müteahhitlik anlamında baktığınızda endüstriyel işlerde. Emlak sektöründe çok iş yaptık ama esas uzmanlığımız endüstriyel işlerde. Şu anda bizim müteahhitlik işlerimizin halen kabaca yüzde 95'i yurtdışında. Dolayısıyla müteahhitlik anlamında Türkiye'de bizi doyuracak ya da bizim rahatlıkla hizmetimizi sunabileceğimiz altyapı yatırımı yok. Emlak açısından doğru, biz 2000 yılına kadar yıllarca emlak işine girmeyi düşünmedik. 1990'ların başında Akmerkez tecrübemiz oldu. Akmerkez'in başarısını gördükten ve deprem sonrası emlaktaki hareketlilikten sonra 2000 yılında ana faaliyet alanlarımızdan bir tanesinin emlak yatırımı olması gerektiğine karar verdik. Şu anda Tekfen grubunun 3 tane ana faaliyet

grubu var: Müteahhitlik, zirai kimya yani suni gübre ve emlak geliştirme.

**M. Rauf Ateş** Dışarıda da iş yapıyorsunuz. Düzenlemeler, teknik, altyapı ve diğer özellikler açısından Türkiye'yi diğer ülkelerle kıyaslar mısınız? İnşaatçı olarak nerede iş yapmak daha zor ya da kolay?

**Mehmet Erktin** Her ülkenin kendine göre kolaylıkları ve zorlukları var. Emlak açısından karşılaştırsak benim aktif olarak iş yaptığım bir Almanya bir de Türkiye var. Hangisi daha kolay dersiniz, regülasyonlar açısından Almanya daha kolay olsa bile, iş yapış biçimi, alıcının ve yatırımcının iş ahlakı açısından Türkiye daha iyi. Diğer ülkelerdeki tecrübelerimiz müteahhitlikle sınırlı. Her ülkenin zorlukları var. Türkiye Cumhuriyetler biraz daha rahat olduğumuz bir yer. Şu anda müteahhitliğin yüzde 95'ini yurtdışında yapıyoruz. Dolayısıyla müteahhitlik hizmetleri açısından kendimizi nerede daha rahat hissettiğimiz meydanda. Emlak yatırımı açısından da yüzde 95'ini Türkiye'de yapıyoruz. Dolayısıyla emlak açısından da nerede daha rahat hissettiğimiz ortada. Tekfen'i Türkiye'de sorduğunuz zaman ya ampul ya banka zannederler. Suudi Arabistan'da, Katar'da, Azerbaycan'da sorduğunuz zaman herkes inşaat şirketi der. Ona rağmen biz emlak yatırımlarında Türkiye'de de varız.

**M. Rauf Ateş** Sektörün bir parçasını da gayrimenkul yatırım ortaklıkları oluşturuyor.

## MEHMET ERKTİN

### “KÂR MARJİ DÜŞÜK, İÇ VERİM YÜKSEK”

Müteahhitlik hizmetleri açısından bakıldığında; yurtdışı projelerinde, özellikle petrol ile ilgili yatırımlarda, kontrollük hizmetleri çok katı olduğundan ön yeterlilik prosedürleri de çok zorlu. Bu nedenle rekabet daha az, ancak inşaat maliyetleri de işverenlerin kalite bilinci nedeni ile yüksek. Türkiye'deki projelerle kâr marjlarında ciddi bir fark yok.

Emlak projeleri açısından bakıldığında, ülkemizde henüz düşük gelir seviyesi ve bozuk gelir dağılımı nedeni ile talebe dönüşmemiş olsa da önemli bir emlak ihtiyacı olduğu açık. Turgay Bey'in açıkladığı değerlendirme kriterleri ile bilinçli olarak geliştirilen projelerde önemli kâr rakamlarına ulaşmak mümkün. Piyasanın beğenisini, daha önemlisi güvenini kazanmış şirketlerin ön satışlar sayesinde çok yüksek iç verim rakamlarına ulaştığı da bilinmekte.

Hangi tür projelerin daha kârlı olduğu konusunda bir genelleme yapmak mümkün değil. Örneğin, bundan 2 yıl önce çarşı yatırımı, son 2 yıl içerisinde konut yatırımları yüksek kâr getirmiştir. İş döngüsü takip edilerek Türkiye değişik pazarlar içerisinde değişik tür projeler geliştirilebilir. Tabii inşaat süresi içerisinde pazarda olabilecek değişiklikleri de hesaba katmak gerekli.

Türkiye'deki projeler ile yurtdışı projeler karşılaştırıldığında, genel anlamda Türkiye'de kâr marjlarının daha düşük, ama satılabilirliğin daha yüksek olduğu söylenebilir. Özetle kâr marjı daha düşük ama iç verim çok daha yüksek. Uluslararası yatırım fonlarını Türkiye'ye çeken de zaten bu.



O konuda da gerçekten önemli bir büyüme var. Çok sayıda gayrimenkul ortaklığı kuruldu ve kurulacağını da tahmin ediyoruz. Bu konuda da Dr. Feyzullah Yetgin'den değerlendirme alalım. Artış devam edecek mi, bu alana yabancıların ilgisi var mı? Gayrimenkul yatırım ortaklıkları pazarında neler oluyor ve neler bekliyorsunuz, bizimle paylaşır mısınız?

**Dr. Feyzullah Yetgin** Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği 2 Ağustos 1999'da kurulmuş, sektörün kurumsallaşması, standartlarının artırılmasına yönelik bir vizyonu benimsemiş bir STK. Türkiye'de halen halka açık 11 tane gayrimenkul yatırım ortaklığı var. Toplam portföy büyüklüğü yanılmıyorsam 1,5 milyar dolar mertebesinde. Bunlar kurumsal, halka açık kurumlar. Bu şirketlerin sayısının artması lazım. Elbette sadece gayrimenkul yatırım ortaklıkları olarak değil, diğer kurumların da mesela Tekfen veya başarılı işler yapmış diğer şirketlerin sayısının da artması gerekiyor. Mortgage sisteminin Türkiye'de yeşermesi ve büyümesi için kurumsal inşaat şirketlerinin ve diğer aktörlerin sayısının da artması önemli. Bildiğiniz gibi mortgage sistemi finansal bir enstrüman. Kurumsal inşaat şirketleri olmaksızın mortgage'ın yaygınlaşması hayat bulması mümkün olamayacak. Avrupa Birliği ülkelerinde gayrisafi milli hasılanın yüzde 40'ları mertebesinde mortgage hacmi var. Amerika'da bu rakam yüzde 70'ler mertebesinde. Türkiye'de yeni yeni yüzde 3-4'ler oranına ulaştık. Bu sistemin uygulanması için çok ayak var. Bunlardan birisi de kurumsal gayrimenkul yatırımcıları. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları bu anlamda optimal organizasyon şekli. Hem sayıların artması, hem portföylerin daha da büyümesi gerekiyor.

**M. Rauf Ateş** Peki var mı yeni kurulacak olanlar, yeni ortaklıklar ya da yabancı girişleri?

**Dr. Feyzullah Yetgin** Yakın zamanda Simpaş gayrimenkul yatırım ortaklığının halka arz operasyonu oldu. Takip ettiğimiz kadarıyla büyük yabancı girişleri oldu. Bu sevindirici. Geçenlerde 40 küsur yıllık inşaat şirketinin sahibi olan bir dostumuz, Ankara'da bir toplantıda yabancılarla sohbet ederken, yabancı bir yatırımcı Türkiye'de ortak aradığını ifade etmiş. Çok değerli bir

üst düzey bürokrat da o firmayı tavsiye etmiş. Yabancı yatırımcı ise kurumsal firmalarla ortaklık yapmak istediğini söylemiş. Bu tanıma uyan yapı Türkiye'de gayrimenkul yatırım ortaklığı. Bunun üzerine o firma da gayrimenkul yatırım ortaklığı kurmaya karar vermiş. Yabancı yatırımcının ilgisi çok yüksek. Bildiğiniz gibi Oyakbank'ın satışı haberi var. Seçim arifesinde olduğumuz bir dönemde hala bu kadar çok yabancı ilgisi olması sevindirici. Risk ve istikrar anlamında çok da büyük problem olmadığını gösteriyor.

**M. Rauf Ateş** Kurumsal oyuncu derken, gayrimenkul yatırım ortaklığı şirketleri dışında kapsama başka neler giriyor?

**Dr. Feyzullah Yetgin** Sistemin birçok ayağı var. Sadece inşaat şirketleri, emlak işleri yapan şirketler değil, bunun dışında sigorta, brokerlık ve benzeri kurumların da Türkiye'de oluşması gerekiyor. Ama inşaat şirketlerinin maalesef büyük çoğunluğu

**MURAT MÜFTÜLER** Demin sorduğunuz yabancı yatırımcının yaşadığı sıkıntılar aslında Türkiye pazarında gayrimenkul yatırımı yapmak isteyen yabancı veya yerli bütün oyuncuların önünde aynı aslında. Şeffaflaşma alanında bir mesafe kat edildi ama hala opak bir pazardan bahsediyoruz. Yabancı yatırımcıların özellikle yabancı bir ülkede yatırım yapmalarında riskli bir ortam yaratıyor ama aynı zamanda kurumsal yatırımcı kimliği ile gayrimenkul yatırım ortaklıklarının önünde çok ciddi bir engel. Aynı pazarda rekabet içerisinde olduğunuz oyuncular, farklı kurallarla oynadığı zaman gayrimenkul yatırım ortaklıkları gibi hesap verme zorunluluğu yaşayan kurumlar bir kere bir sıfır yenik başlıyorlar. Bu şirketlerin portföyünün büyümesi Türkiye için çok önemli.

Piyasa değerlerinin, pazar büyüklüklerinin artması çok önemli. Tabii ki bu şansı yakalayamıyorlar. Öyle ki bu durumda yabancı yatırımcıların bazılarına göre daha dezavantajlılar.

Yabancı yatırımcının sonuçta Türkiye'deki ortağı kanalıyla yapabildiği bazı işlemleri, gayrimenkul yatırım ortaklıkları yapamıyorlar.

Düzenlemelerle piyasanın şeffaflaştırılması gerekiyor, aslında en büyük engel bu.





DR. FEYZULLAH YETGİN





yeterli sertifikasyonlara sahip olmayan şirketler. Onlarda kurumsallaşmanın artması gerekiyor. Bu sadece gayrimenkul sektörünün problemi değil, Türkiye’de ciddi bir kayıt dışılık var. Hem bireysel hem kurumsal anlamda bu problem maalesef sisteme dahil olmanın önündeki en önemli engellerden bir tanesi. Ben mortgage sisteminin 6 Mart 2007’de yürürlüğe girdiği tarihin milat olduğunu düşünüyorum. Bu tarihten itibaren yeni bir dönem başlamıştır. Bu sürece adapte olan firmalar ya yaşayacak ya birleşecek ya kendini ciddi anlamda değiştirecek ya da yok olacak.

**M. Rauf Ateş** Diğer konuşmacılarla ilgili eklemek istediğiniz bir şeyler var mı?

**Dr. Feyzullah Yetgin** Turgay Bey çok güzel bir fotoğraf çekti, detaylı bir şekilde bu girişimi açıkladılar. Bildiğiniz gibi 2004 yılı ikinci altı ayından itibaren sektördeki özellikle konut tarafındaki arzı tetikleyen toplu konut idaresi uygulamaları var. Bunun da bir bölümünü Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı olarak biz yaptık. Bu noktada uygulanan model konusunda ben kısaca bilgi vermek istiyorum. TOKİ’nin ve Emlak Konut’un uyguladığı kamu ihale kanunu dışında firmalar var. Kamu özel sektör işbirliği modeli dediğimiz halka satış karşılığında gelir paylaşımı modeli. Değerli arsalar üzerinde özel sektörle inşaat projeleri yaptığımız işler bunlar. Kamuya ortaklığa katkısının dışında herhangi bir maliyet yüklemeyen ama bugün itibarıyla arsa değerinin minimum üç katı düzeyinde getiri sağlayan projeler. Eleştirildiği noktalar var. Ama ben yapılan işleri olumlu görüyorum. Mutlaka sektöre tetikleyici anlamda da katkıları oldu diye düşünüyorum.

**Hikmet Mete Gorbon** Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kurulmasına ilişkin taleple ilgili olarak bir eklemem olacak. Yatırım bankası olarak son bir yıldır özellikle inşaat şirketlerinden, büyük holdinglerden gayrimenkul portföyünü belli bir yapı altında toplayıp, gayrimenkul yatırım ortaklığı kurulmasına yönelik talepler geliyor. Çünkü hepsi de kurumsallaşarak aktif şekilde piyasada yer almak istiyorlar. Yabancıların gayrimenkul yatırım ortaklığına ilgisi var. Örneğin Garanti’nin gayrimenkul yatırım ortaklığı GE’nin gayrimenkul fonu tarafından satın

alınmış durumda. Yabancıların bu kanaldan da bu sektöre girdiğini görüyoruz.

**M. Rauf Ateş** Bu konunun önemli bir parçası da yatırım yapılacak alanı seçmek, nereye yatırım yapılacağını belirlemek. İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı bu alanın öncülerinden. Önümüzdeki dönemde yapacağınız projelerde ne gibi kriterlere bakıyorsunuz, neye göre yatırım yapıyorsunuz?

**Turgay Tanes** Öncelikle bir iki konuya benim de bir ekleme yapmam lazım. Birincisi Mehmet Bey’in bahsettiği konu inşaat sektörü. Bir kere Türkiye’de inşaat sektörü çok gelişkin bir sektör. Bir Polonya’nın durumuna baktığımızda Demir Perde’nin çözülmesinden sonra Polonya’da iyi bir inşaat tecrübesi ve güçlü kurumların olmaması Polonya piyasasının tamamen Amerikan inşaat şirketleri tarafından ele geçirildiği ve tamamen bu firmalar tarafından iş yapıldığı bir tablo ortaya koydu. Ama Türkiye bu konuda çok şanslı. Tekfen’i, Enka’yı, Koray’ı söyleyebiliriz. Birçok örnek verebiliriz. Türkiye’de inşaat şirketleri çok iyi bir tecrübeye ve dolayısıyla Türkiye de önemli bir avantaja sahip.

DR. FEYZULLAH YETGİN

## “YILLIK 700 BİN KONUT İHTİYACIMIZ VAR”

Konut üretimindeki vergi yüklerinin uygulamasında konut sektöründe faaliyet gösteren kamu kurumlarına bazı istisna ve muafiyetler getirildi. Ancak 2015 yılına kadar her yıl yaklaşık 700 bin yeni konuta ihtiyaç varken ve bu ihtiyaç sahipleri ağırlıklı orta ve dar gelirli iken, kamunun tek başına bu açığı kapatması mümkün değil. Özel sektörün de orta ve dar gelirliye yönelik konut projelerinde benzer istisna ve muafiyetlerden yararlandırılması gerekiyor.

Özel sektörün kamuyla rekabet şansı yok. TOKİ, Belediye ve Emlak GYO’nun projelendirilmiş arsalarının satışında net alanı 150 metrekaresinin altında projelendirilmiş konutların arsa payının KDV’si yüzde1. Özel sektörde bu oran yüzde 18.

Kamunun yaptığı sözleşmelerde damga vergisi muafiyeti var. Özel sektörde bu muafiyet sadece gayrimenkul yatırım ortaklıklarına sağlanmış durumda. Kamunun kurumlar vergisi mükellefiyeti yok. Özel sektör, kazancı üzerinden yüzde 20 kurumlar vergisi ödemekte. Özel sektör elde ettiği kârı dağıtırsa ayrıca yüzde 15 oranında gelir vergisi kesintisi yapılmakta. Gayrimenkul geliştirilmesine destek olması açısından GYO’ların tapu harcında da muaf tutulmasıyla ilgili bir çalışmamız var.

Bunun ötesinde böyle bahsettiğimiz tarzda, kurumsallaşmış, yurtdışında ve yurtiçinde müthiş bir birikimi olan Feyzullah Bey ve Murat Bey'in özellikle değindiği ve Mete Bey'in de yabancı yatırımcı açısından değindiği çok önemli bir konu var. Türkiye'de her ne kadar inşaat şirketleri inşaat sektörü güçlü firmalarla olgunlaşmışsa da kurumsallaşmış bazı firmalar dışında çok zayıf. Türkiye'de kurumsallaşmanın sağlanması açısından gayrimenkul yatırım ortaklıkları ölümcül. Onun dışında baktığımızda halka açık olmayan, çok fazla kurumsal bir yapıya sahip olmayan inşaat şirketleri bulunmakta. Bu müthiş bir haksız rekabete yol açmakta. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları adı altında son derece iyi regüle edilmiş, sıkı gözetim altındaki sektördeki şirketlerle kurumsallaşmış inşaat şirketleriyle, karşılarında bulunan hiç kurumsallaşmamış halka açılmayı hiç düşünmeyen, kayıtdışı ekonomisi her zaman tartışma konusu edilebilecek şirketler arasındaki rekabet çok farklı boyutlarda değerlendiriliyor. Bir arsanın alımından tutun, o arsa üzerinde bir proje geliştirmeye kadar çok önemli. O nedenle Türkiye'nin önde gelen ödevlerinden biri, inşaat sektörünü, gayrimenkul sektörünü mümkün olduğunca kurumsallığa itmek, halka açmak. Zaman zaman en büyük biziz diyenleri duyuyoruz. Kişilerle işim yok ama en büyük olup olmadığı, halka açılıp şeffaflaştığı zaman ortaya çıkar. Bu çok önemli. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları bu konuda yabancıların da ilk kapısını çaldığı şirketler. Çünkü biliyor ki defalarca denetlenmiş şeffaf bir bilanço, biliyor ki yapılmış proje aynen söylendiği gibi bir proje. Altında başka şeyler yok. Bu kısmı böyle, bundan sonrasına gelince

Hangi alanlarda nasıl yatırım yapılıyor, nasıl karar veriliyor? Şimdi, hemen hemen her gayrimenkul yatırım ortaklığı mutlaka hedef kitle, hedef bölge, hedef şehir araştırması yapıyor. Bunu yaparken de bu şehirlerdeki kişi başı gelir, az önce söylediğim gibi üniversitelerin varlığı, askeri tesislerin varlığı bunlar önemlidir, onun ötesinde organize sanayi bölgelerinin varlığı, ihracat ve ithalat kapasitesi. Daha da ötesinde, bu şehir nüfusunun eğitim düzeyi. Şehrin merkezi nüfusu, yakın ülkelerin

nüfusu, o ülkelerin o ille veya başka bir ille ilişkisi, bunu özellikle söylüyorum bir Manisa dediğiniz zaman Manisa kendi başına bir şehirdir. Ama İzmir de bir şeydir. Bu kriterler, faktörler hangi yatırımı hangi şehirlerde yapacağımızda belirleyici oluyor. En azından ben İş Gayrimenkul açısından söylüyorum. Ki bunlar Ar-Ge'dir. Sanayinin Ar-Ge'si farklıdır. Gayrimenkul sektörünün Ar-Ge'si de bunlardır. Ve o ilde daha önce yapılmış konut, alışveriş merkezi, otel ve benzeri yatırımların hangi seviyeye geldiği, olgunlaşıp olgunlaşmadığı, kişi başı kaç metrekare düştüğü, standart konumlarda konut yapılıp yapılmadığı, o ildeki nüfus artışı ve göçü dikkate alarak burada gidilebilecek bir yer var mı, kim girmiş, ne kadarla girmiş, ne kadarı düzgün yatırım, ne kadarı verimsiz yatırım, bütün bunları dikkate alarak karar veriyoruz. Bugüne kadar da doğruyu söylemek gerekirse



## “DOĞRU YATIRIMIN KÂR MARJİ YÜKSEK”

**M. Rauf Ateş** Bir inşaat yapıp, geliştirip, iş yapan şirketler var, bir de yatırım fonları var para koyan. Her ikisi açısından baktığımızda Türkiye’de bu işte kâr marjları ve potansiyel çok mu yüksek?

**Mehmet Erktin** Doğru yatırım yapıldığı zaman emlakta kâr marjı çok yüksek. Fakat Türkiye’de geçmişte bir altına hücum devri yaşandı emlakta son 2 sene içinde. Herkes bu işte para var diye hücum etti yerli ve yabancılar dahil. Yabancıların bir kısmı fırsat fonu dediğimiz, aslında 30 milyar dolar mertebesinde olan bir fonun küçük bir kısmını 300 milyon dolarını spekülâtif amaçlı olarak Türkiye’ye göndereyim diye gönderiyor. Bir de petrol fiyatlarının neticesinde açığa çıkmış başıboş bir para. Bunların da gelmesi, emlak piyasasının hızlanması, altına hücumun neticesinde bazı segmentlerde bence kârlılığı son derece azaltan bir netice oluşturdu. Herkesin yapabildiği tür inşaatla kâr marjları artık daha az. Yabancı fonlar az veya çok kâra talip olarak geliyorlar ve yerli ortakla birlikte yapmak istiyorlar. Yerli ortağın cebinde zaten para var. Doğru düzgün bir firmanın böyle bir yabancı ortağa zaten ihtiyacı yok. Dolayısıyla bu tür yabancı fonlar başarılı olamayacaktır. Şu başarılı olacak; ya gelir getiren projelerin bir kısmını ya da hepsini satın almak ya da gayrimenkul yatırım ortaklıklarına yatırım yapmak. Doğru yatırım yapılan emlakta kâr marjları yüksektir fakat herkesin yiyebileceği büyüklükte bir pasta yoktur. Karşılıklı yapılacak feragatlarla bu sistem işleyebilir. Bu sistemin de işleyişi yatırımcının gayrimenkul yatırım ortaklıklarından hisse alışı veya gelir getirme statüsüne geçmiş, kendini ispat etmiş emlaklara yatırım yapmasıyla olur.





öncelik İstanbul'daydı. Ağır ağır Ankara, İzmir ve Anadolu'da bazı iller devreye girmeye başladı ve bundan sonra da girecek.

Türkiye'nin en büyük sorunu, Murat Bey'in çok isabetle söylediği bir likidite fırtınası var. İnlanılmaz bir sermaye belirli bir getiri oranını sağlamak için Türkiye'ye, Polonya'ya, Çin'e, Rusya'ya sürekli bakar halde. Burada belirli bir getiri oranını yakalayıp yakalamayacağını, bunu hangi partnerle yapacağını hangi ülkeye girerse girsın bir lokal partneri olması gerektiğini biliyor. Bizim önceliğimiz İstanbul dışında Anadolu'daki bazı iller. Bu iller nüfus ve eğitim açısından artık olgunlaşmış iller. Ama bizim ilgi alanımız sadece Türkiye'deki iller

değil. Bunun dışında dünyada Türkiye gibi büyük fırsatlar sunan, önemli nüfuslara sahip, önemli bütçe fazlası veren, önemli döviz rezervleri olan ve bu konuda da niyetini beyan etmiş ülkeler de bizim menzilimizde.

**M. Rauf Ateş** Mortgage yasası çıktı ama ilk uygulamaları görülmedi. Bekliyoruz Mortgage yasası gayrimenkul yatırım ortaklığını ve konut sektörünü nasıl etkileyecek, bu konuda nasıl beklentileriniz var?

**Dr. Feyzullah Yetgin** Bir kere mortgage yasası çıktıktan sonra uygulamaya geçilmesi için istikrarın devam etmesi gerekiyor. Siyasi ve ekonomik istikrar olmadığı takdirde optimal seviyede tutma imkanı yok.



Bildiğiniz gibi mortgage sisteminin bir kere arzulamasında da problem var. İnsanlar mortgage sistemi geldikten sonra kira öder gibi konut sahibi olacağını zannetti ama öyle bir şey mümkün değil. Bir kere mortgage'ın tanımını doğru yapmak lazım. Mortgage sadece konut kredisi kullananların finans kuruluşlarıyla bulunduğu piyasalardan oluşmuyor. Bu piyasalarda oluşturulan fonların daha doğrusu kredi alacaklarının piyasalarda menkulkiymetleştirilmesi. Bu halkaların oluşması ve birbirini destekler şekilde çalışması için işin arz tarafında da uygun koşulların oluşması lazım. Arz tarafında mortgage sistemi üzerinden geçecek üretimler kurumsal firmalar sayesinde olur. Bu noktada gayrimenkul yatırım ortaklıklarının içinde bulunduğu projeler elbette finans kuruluşları tarafından muteber projeler olacaktır. Bildiğiniz gibi mortgage yasasında proje aşamasında konutlara, gayrimenkullere de kredi verilebilecek. Ama bu kredileri verirken, verdiği kredi kadar bir yıl boyunca, garantör olmak zorunda. Sorumluluk altında olacak. Bu ülkede proje safhasındaki firmaları finanse ederseniz çok seçici olmak durumundasınız.

Dolayısıyla hep yıllarca eleştirilen, köşe başı müteahhitliği dediğimiz ama bir kısmını ayıracak olursak büyük ölçüde Türkiye'nin konut ihtiyacını bir şekilde karşılayan firmaların bu sistem içerisinde yer alması mümkün değil. Bu açıdan bakacak olursak gayrimenkul yatırım ortaklıkları çok önemsedığım kurumsal yapılarıyla mortgage sisteminin kurumsal aktörler durumuna gelecek.

Turgay Bey'in de belirttiği gibi haksız rekabet ortamı var. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları proje geliştirilmesinden iskan alınması ve vatandaşa fatura kesilmesine kadar her işlemi, yaratılan katma değeri gerçek değeri üzerinden belgelemek ve ödemek durumundayken diğer taraftan, Ataşehir'de 100 metrekare daire yapıp, 300 bin YTL'ye satıyorsanız, her türlü vergi bu

**M. RAUF ATEŞ** Bir konut inşaatları var, bir ofis iş merkezi inşaatları var, bir de alışveriş merkezleri. Bu üçünü değerlendirdiğimizde genelde bir balon değerlendirmesi yapılır.

## GYO NASIL BAŞARILI OLABİLİR?

**M. Rauf Ateş** Gayrimenkul yatırım ortaklığının başarılı olması için hangi özellikler gerekiyor?

**Hikmet Mete Gorbun** Halka arz edeceğimiz zaman belli büyüklükte olması gerekiyor. Çünkü borsanın yüzde 70'ine yabancıların hakim olduğu bir ortamda belli büyüklüğe ulaşmazsanız talep gelmiyor. Yerli yatırımcı da zaten yabancıyı takip ettiğinden, yabancı yatırımcıyı cezbedemediğiniz noktada arzınız pek gerçekleşmiyor. Dolayısıyla belli büyüklükte olması gerekiyor. Bir de cazip kılmanız gerekiyor. Bunun için de biraz dengeli bir portföy gerekiyor. Tek bir konut yerine karışık yani alışveriş merkezi, otel, ofis gibi karışık yapmak faydalı oluyor. Ama en önemlisi içeride gelecek vaat eden bir iki projenin olmasında da büyük fayda var ki yatırımcı bir kâr beklentisi, bir getiri beklentisi içinde olsun. Hem sabit getiri artı bir beklenti, onun üzerine bir proje beklentisi arzı başarılı kılan özelliklerden.

fiyat üzerinden ödeniyor. Ama Bağdat Caddesi'nde yapılan bir daire belki çok daha pahalı olmasına karşın asgari değerler üzerinden beyan ediliyor. Bu noktada rekabet imkanı kalmıyor. Ne yapılması lazım? Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği bu konu üzerinde yıllardır hassasiyetle duruyor. Mutlaka gayrimenkul yatırım ortaklıklarına birtakım vergisel avantajlar sağlanması lazım. Sadece kurumlar vergisi muafiyeti, gelir vergisi stopajının düşük olması yetmiyor.

**M. Rauf Ateş** Yabancıardan kendileri gelip burada yapanlar olabilir mi? O yönde bir beklenti var mı?

**Turgay Tanes** Türkiye, Rusya, Çin gibi ülkelerde bir yabancı yatırımcı doğrudan kendi başına kurduğu bir şirketle kolay kolay yatırım yapmaz. Bunda da haklıdır. Herkes bu nedenle güvenilir bir yere ortak oluyor. "Hazır geliştirilmiş bir gayrimenkulu nasıl en uygun fiyatla alırım, sıkışmış bir firmadan uygun bir fiyatla alırım" dediğinde birçok örnekte olduğu gibi hiçbir şey yapmadan, hiçbir şey alamadan gerisin geri gidiyor. Türkiye'yi iyi tanıyan, beklentilerini iyi ayarlamış firmalar ise gelip ortada bir yerde buluşması gerektiğini biliyor. "Afrika'da bir ülkeye geldim bunların elinde bir gayrimenkul var, ucuza alırım" diyen yabancı yatırımcı burada iş yapma şansına sahip değil. Öyle bir satıcı varsa yerli

firmalar zaten alır, paramız var.

**M. Rauf Ateş** Şimdi aslında soruyu yanıtlamak isteyen konuğumuz varsa memnun olurum.

Bir konut inşaatları var, bir ofis iş merkezi inşaatları var, bir de alışveriş merkezleri. Bu üçünü değerlendirdiğimizde genelde bir balon değerlendirmesi yapılır. Konutta, alışveriş merkezlerinde ve ofis binalarında gerçekten bir balon ya da balon aşamasına gelme gibi bir durum var mı?

**Turgay Tanes** Her şeyde olduğu gibi burada da sadece siyah beyaz yok, bir sürü gri nokta var. Bizim şirket ofis konusunda uzmanlaşmış sayılabilecek bir şirket. Bu uzmanlaşalım diye olmuş bir şey değil. Şartların getirdiği, zaman içerisinde oluşmuş bir vaka. Bizim portföy gelirlerimizin yüzde 65'i ofislerden geliyor. Ankara'da, Antalya ve İstanbul'daki ofis binalarından geliyor. O anlamda baktığımızda İstanbul dışında ofis piyasasının ciddi anlamda gelir getireceğinden, yatırımcıya bir şey sağlayacağından bahsetmek mümkün değil. Çünkü Türkiye'de reel sektör ağırlıkta ve reel sektör genellikle fabrikasının bulunduğu yerin bir bölümünü ofis yapıyor ve haklı da. Çünkü tüm prosesi izlemesi gereken, hemen ulaşması gereken bir yerde. Sadece İstanbul ofis piyasası açısından gelişkin ve kısmen Ankara. İstanbul'a baktığımızda ofis arzı olan 5 ana lokasyon görüyoruz. Bir Levent, daha sonrasında Maslak, Kavacık, Kozyatağı ve Havaalanı yönü. Muhakkak başka yerlerde de var ama bu 5 ana bölgede. Burada da renkler siyah beyaz değil diyorum ya, bugün Levent'te, Zincirlikuyu'da, Maçka civarında ofis yaparsanız birkaç ay içinde daha inşaatla başlamadan kiralarsınız. Metrekare bazında 20 dolardan başlar. Üstelik kiracıya kaba inşaat olarak teslim edersiniz, dekorasyonu o yapar. Hatta bir şeyler daha yaparsanız ve yeriniz de iyiye bu 22, 23, 25 dolarlara kadar çıkar. Maslak'a gittiğinizde gene iş yaparsınız. Rakamlar belki biraz düşer ve kiralama süreniz artar. Kavacık'a gittiğinizde bir kademe daha aşağı inersiniz, Kozyatağı'na gittiğinizde 5 kademe aşağı inersiniz. Havaalanı yoluna gittiğinizde 10 kademe aşağı inersiniz. Çünkü ofis piyasası Levent'te yüzde 100 dolu. En azından bizim elimizde bulunan İş Kuleleri, Eczacıbaşı'na devrettiğimiz ofis kulesi de dahil olmak

üzere tamamı yüzde 100 dolu. Ve bizim gibi birçok grubunkiler de dolu ama kimle dolu? Türkiye'de finans sektörü ve birçok büyük grubun zaten kendi binası var. Bakınız Yapı Kredi Plaza, bakınız Akbank'ın ikiz kuleleri. Bizzat grubun kendi kuleleri. Onların kiralama ihtiyacı yok. Kiralamak isteyenlere, sırada bekleyenlere bakarsanız yüzde 95'i yabancı. Türkiye'de temsilcilik açmış, şube açmış, irtibat bürosu açmış yabancılar ve çok az sayıda yerel Türk firması. Ama buna rağmen Levent bölgesi dediğinizde bu yabancı ilgisi nedeniyle "Bugün temelinin attım, 1 buçuk sene sonra bitiriyorum" dediğimde adım gibi biliyorum ki tüm kuleyi kiralayabilirim. Ama diğer alanlara gittiğinizde yüzde 60, 70, 80 gibi doluluk oranları var. Maslak'ta bu yüzde 90'lara ulaşıyor. Levent ve Zincirlikuyu dediğimizde yüzde 100. Ofis böyle.

Alışveriş merkezine gelince, bence İstanbul'da alışveriş merkezleri tamam. Çok

#### MURAT MÜFTÜLER

### "TÜRKİYE OPAK BİR PAZAR"

Öncelikle ticari ve endüstriyel gayrimenkuller ile ilgileniyoruz. Alışveriş merkezleri, retail parklar, ofisler ve lojistik parklar çalıştığımız projeler. Otel projeleri de ilgi alanımızda diyebilirim. Karma projeler hariç konut projeleri bizim çalışma alanımızın dışında.

İlgilendiğimiz bölgeler, gayrimenkul tipine göre değişmekte ama tabii ki birincil pazarlar İstanbul, Ankara, İzmir. Bu şehirlerin dışında, şehirlerin demografik ve ekonomik özelliklerine ve tabii ki talep ve büyüme trendlerine göre başka şehirleri çalışıyoruz.

Türkiye opak bir pazar. Bazen bilgiye ulaşmak veya ulaştığınız bilgiye itimat etmek mümkün olmuyor. Yani şeffaflık konusunda mesafe katedilmesi gerekli. Bununla birlikte, iş yapma biçimleri henüz uluslararası kabul gören standartlara ulaşmış değil. Türkiye'de geleneksel olarak çok kuvvetli bir inşaat, müteahhitlik kültürü var. Ancak gayrimenkul geliştirme ve yatırım sektörünün ihtiyaç duyduğu ihtisaslaşmış oyuncu sayısı çok az. Bir başka sorun da gayrimenkul geliştirme ve yatırımları konusunun inşaat izni alıp inşaat yapmak ile karıştırılması, doğru projenin veya gayrimenkulün çok bilinmeyenli bir denklem olduğunun unutulması.



özel bir yer, çok özel bir konsept olmadığı sürece bence tamam. Benim kişisel görüşüm, arkadaşlar katılmayabilir ama 120 tane yapılmış, yapılacak, inşaat halinde, planlama aşamasında alışveriş merkezi var İstanbul'da. Bunların tamamının kişi başına düşen metrekarelerini Londra'yla kıyaslayamazsınız. Çünkü o zaman size derler ki gelir düzeyine de bakalım, bir de gelir dağılımına bakalım. Yani Londra'da 15 bin pound kişi başı gelir, üstelik dağılım da dengeli. Bizde 5 bin 500 dolar, satın alma gücüne göre 8 bin dolar dağılım çok farklı. 15 milyonluk bir şehir, 1 milyon kişi o rakamların çok üstünde, 14 milyon kişi o rakamların çok altında. Dolayısıyla alışveriş merkezi benim kanaatimce İstanbul'da çok özel bir yer bulunmadıkça bitmiş. Anadolu'da hala gidilecek çok yer var. Koca

bir İzmir şehrinin alışveriş merkezi algısı Forum Bornova'yı saymazsak Tansaş gibi irice bir hipermarkete gidilir, alışveriş yapılır, hamburger yenilir gelinir seviyesinde. İzmir Türkiye'nin en köklü ve birçok anlamda da sembol şehri. Birçok anlamda biz İzmir'e ve İzmir insanına bir şeyler atfediyoruz ama böyle. 100 yıl evvelinin Şanghay Limanı'yla eşdeğer bir şehrin alışveriş merkezi algısı bu. Ankara alışveriş merkezi konusunda İstanbul gibi oldu. Geriye gelir düzeyi yüksek Anadolu illeri kalıyor. Alışveriş merkezlerini de bir kenara bırakıyorum. Geriye konut kalıyor.

Müthiş bir nüfus artışı var Türkiye'de. Başı İstanbul çekiyor. Yılda 200 bin konut ihtiyacı var ama 150 bini düşük gelir grubu ki TOKİ Emlak GYO o konuda büyük bir hizmet veriyor. O kitleye bir şeyler yapıyor.

MURAT MÜFTÜLER



250 milyon, 500 milyon, 400 milyon taksitle bizim gibi şirketlerin o şekilde rekabet etme şansı yok. Arsalar Feyzullah Beylerde. Biz ancak ihaleye gireceğiz. Arsa fiyatları da artınca Mehmet Bey'in dediği ortaya geliyor. Kârlılık çok yüksek gayrimenkulde ama doğru yerde, uygun fiyata bulursanız. Bu ortamda çıktığınızda bir arsa almaya kalktığınızda arsalar zaten olabileceğinin en yüksek değerini bulmuş. Siz zaten o arsaya o paraya verdiğinizde bahsedilen o kârlara ulaşamazsınız. Çünkü zaten geliri arsa sahibine aktarıyorsunuz. Dolayısıyla alışveriş merkezi-konut ikilisinin, ofisi hariç tutuyorum, Anadolu'da gideceği yol var. İstanbul'da konut ama alışveriş merkezinde bir şey diyemem ama ofiste de belli bölgeler.

**M. Rauf Ateş** Mete Bey size gayrimenkul yatırım ortaklıklarıyla ilgili bir şey sormak istiyorum okuyanların da anlaması açısından. Hangi koşullarda girişimciler, işadamları bir gayrimenkul yatırım ortaklığı kurabilirler? Elinde bir sitesi olan bir işadamı böyle bir şey kurabilir mi? Gerçekten yapmak isteyenler için hangi koşullarda olabilir, nasıl olabilir?

**Hikmet Mete Gorbon** Gayrimenkul yatırım ortaklığının kurulmasının SPK tarafından belirlenmiş koşulları var. Bir kere belli bir minimum sermaye olması gerekiyor. Kurucu ortağın yani büyük ortağın belli özelliklere sahip olması gerekiyor. Bundan da önemlisi, kuracağınız şirketin içine koyacağınız yöneticilerin de sektörde belli bir tecrübe birikimine sahip

TURGAY TANES



olması gerekiyor. Yani sonuçta küçük gayrimenkul yatırım ortaklıkları da kurulabilir mi?

Teoride evet, yani sonuçta bu iş kurumsallaşma adına kriterler, iyi sermaye gereksinimleri de varsa olur. SPK tarafından kurulmayı engelleyecek kriterler var ama sadece en büyük holdingler kurabilir tarzında bir gereksinim değil. Ama bir şart var ki gayrimenkul yatırım ortaklığını devam ettirebilmek için, kurduğunuz şirketin büyüklüğüne göre 1 ya da 5 yıl içinde yüzde 49'unu halka arz etmek zorundasınız. Yoksa o özelliğe haiz olamıyorsunuz. Gerçekleştiremezseniz, gayrimenkul yatırım ortaklığı sıfatınız elinizden alınıyor.

**M. Rauf Ateş** Sermaye ve büyüklük olarak bunun bir alt limiti var mı?

**Hikmet Mete Gorbon** Var ama çok büyük bir rakam değil. Küçük şirket kuracak rakamın epey üstünde 10 milyon YTL'den başlıyor. Sermayenin yüzde 25'ini nakit koymanız gerekiyor. İçeride gayrimenkuller olması gerekiyor. Arsa alırsanız onu 3 seneden fazla değerlendirmeden boş bırakamıyorsunuz. Mutlaka proje geliştirmeniz gerekiyor. Bunlar yasal gereklilikler bir de piyasa gereklilikleri var.

**M. Rauf Ateş** Mehmet Bey sizinle devam edelim. Grup yıllardır inşaat işinde.

Bildiğimiz kadarıyla grubun portföyünde araziler, arsalar da var. Önümüzdeki dönemde bunları da dikkate alırsak bu sektörde nasıl büyümeyi düşünüyorsunuz? Hedefleriniz nedir, paylaşabildiğiniz kadar paylaşabilir misiniz?

**Mehmet Erktin** Gayrimenkulde bugüne kadar stratejimiz acele etmeden, hep parmakla gösterilen değerli projeler yapmak oldu. Yeni mülkler de edinebiliriz. Hasılat paylaşımı modeliyle bazı projelere de girme aşamasındayız.

Dolayısıyla bir sınırlamamız yok. İlk başta da dediğim gibi gayrimenkulü ana faaliyet alanlarımızdan biri olarak seçtiğimiz için gayrimenkulde de önümüzdeki yıllarda diğer kollarımızda geldiğimiz boyutlara gelmeyi arzu ediyoruz. Ama gayrimenkul çok kendi içerisinde riskleri olan bir alan olduğu için adımlarımızı hep dikkatli atmaya devam edeceğiz.

Şehir kısıtlarımız yok. Şimdilik Türkiye'deyiz. Biraz Türki Cumhuriyetlere bakıyoruz açıkçası. Almanya'da bir portföyümüz var onu bir şekilde değerlendireceğiz. İstanbul'da, konuştuğumuz gibi fiyatlar yer yer imkansız hale geldi, dolayısıyla İstanbul'da daha dikkatliyiz ama inançlıyız, yani gayrimenkule devam. Tabii projelerin de şehirlerin oluşumuna katkıda bulunan

## TURGAY TANES

# “İSTANBUL DIŞINDA KONUT YAPIMINA ODAKLANACAĞIZ”

**M. Rauf Ateş** Geçmiş yıllarda projelerinizi borçlanma maliyetlerinin de yüksek olması nedeniyle, genelde sermayenizle gerçekleştiriyordunuz. Günümüz piyasasında sizce yüksek kaldıraçlı projeler üretmek mümkün mü, proje kârlılığını pozitif yönde etkiler mi?

**Turgay Tanes** Projelerin tipine göre finansman tercihleri farklılık gösteriyor. Türkiye'de özellikle konut projelerinde ya da konutu da içeren karma projelerde ön satıştan belli bir gelir elde edilebilmekte ve projenin geri kalanı da bu gelirle finanse edilebilmekte. Kanyon projesinde de konut kısmının tamamı önden satıldı ve projenin geri kalanı finanse edildi. Ayrıca GYO'ların vergi muafiyetleri göz önüne alındığında söz konusu kaldıraç etkisi borçlanma maliyeti uygun olsa da düşünüldüğü kadar büyük olmayabilir. Projelerin tipine ve büyüklüğüne göre finansman modelleri ayrıca değerlendirilmektedir.

**M. Rauf Ateş** Portföyünüz ve bugüne kadar yaptığınız yatırımların AVM ve ofis odaklı olduğunu görüyoruz. Geleceğe yönelik hedefleriniz de bu yönde mi?

**Turgay Tanes** Türkiye'de konut projeleri genellikle satış amacıyla geliştiriliyor. Mülkiyeti devredildiği için portföy değer tablosunda görülememekte. Kanyon'daki satışını gerçekleştirdiğimiz 158 konut ünitesi portföyde yer almıyor.

Şirketimizin bundan sonraki yatırımlarında ticari gayrimenkullerden ziyade konut projelerine odaklanacağını söyleyebiliriz. İstanbul içinde ofis ve alışveriş merkezi inşaatını sıfırdan yapacağımızı düşünmüyoruz. İstanbul dışında yer alan diğer şehirlerde alışveriş merkezi ve konut içeren karma projeler geliştirebiliriz.





DR. FEYZULLAH YETKİN

objeler olduğunu düşünerek adım atmak lazım. Şu anda sektörde beni rahatsız eden, herkes en çok kârı nasıl elde ederim düşüncesiyle ada projeler yapıyor. İstanbul'un yeni yerleşim yerlerinin çoğunda yürünecek yer yok.

Yani İstanbul'un en güzel yerleri neresidir şehir açısından? Bağdat Caddesi, Nişantaşı, biraz Boğaz kıyısındaki bazı yerler geliyor akla. Doğal güzelliklerin dışında şehirleşme açısından söylüyorum. Bunların ortak özellikleri nedir? Yürünebilir yerler, insanların yürüme yeri. İnsanların normal olarak yer değiştirme biçimleri yürümek.

Otomobil gibi geliyor ama aslında insan yürümek üzere yaratılmış bir yaratık. Şimdiki piyasadaki projelerde beni rahatsız eden, herkesin münferit, etrafı çevrili, birbirinden kopuk, araba ile içine girilip oradaki ünite alışveriş merkezinde alışverişini yapıp tekrar arabasına binip başka bir yere gidip, otoparka girip ofisine gidip tekrar arabasına binip evine gidip sitesine park etmesi. Şehri şekillendirme açısından belki yerel yönetimlere biraz görev düşüyor burada. Ümit ediyorum ki bizim ileride İstanbul dışında yapacağımız projeler insan doğasına uygun, sosyal anlamda hayata bir şeyler katacak projeler olur.

**M. Rauf Ateş** Çok teşekkürler. Feyzullah Bey size sormak istiyorum. Proje geliştirme aşamasındaki arsalar için proje finansmanı sağlamak amacıyla sermaye piyasalarından kaynak elde edilmesi mümkün mü? Bu konuda bir çalışma var mı ya da dünyada benzer uygulamalar var mı?

**Dr. Feyzullah Yetgin** Gayrimenkul yatırım ortaklıkları açısından bakacak olursak; GYO'lar zaten belli sürelerde halka arz yaparak projeleriyle bu kaynakları sağlama imkanına sahiptir.

Bunun dışında gayrimenkul yatırım ortaklığı yapan, başarılı bir halka arz ve arz sonrasında Turgay Bey'in de bahsettiği gibi sürdürülebilir bir başarı grafiği. Ve yine İş GYO'nun yaptığı gibi temettü dağıtabilme kabiliyeti. ABD'de 1960 yılında yapılan yasal düzenlemeyle oluşturulan GYO yapısı ve düzenlemelerine baktığımızda Türkiye'deki GYO uygulamalarının o uygulamalarla çok benzer olmadığını görüyoruz. Özellikle temettü politikası açısından ABD'de her yıl kârın asgari yüzde 90'ını temettü olarak dağıtılması, hatta satış cirolarının asgari yüzde 75'inin kira gelirlerinden oluşması gerekiyor.

Türkiye'de GYO'ların bu standartlara gelmesi için genel anlamda sıkıntı yaşadığımız sermaye birikimi noktasında yol katetmesi gerekiyor.

DR. FEYZULLAH YETGİN

## “PROJE FİNANSMANI SAĞLAMAK ZOR”

Şirketlerin proje finansmanı bulması açısından bakacak olursak Türkiye'de o seviyede sekürütizasyon yapabilecek firma sayısının çok fazla olduğunu düşünmüyorum. Bunu yine bankaların finanse edeceğini, o noktada da bankaların finanse edeceği proje konusunda da çok seçici olacağını düşünüyorum. Her firmanın bu konuda kurumsal proje finansman kaynağı elde etmesi maalesef mümkün olamayacak. Bu noktada birkaç firmanın büyük ölçekli projelere yatırım yapabileceğini, onun dışında küçük, kurumsallaşmamış, belli standartları sağlayamayan projelerle belli bir süre daha devam edeceğimizi düşünüyorum. Fakat bugün kurumsallaşma yolunda süratle ilerlediğini düşündüğümüz firmalardan biriyle görüştüm. Onlar kendi finansal kabiliyetleriyle kredibiliteyle proje kredisi alarak ve buna bağlı mortgage konut kredisi sağlayarak küçük sayılabilecek, yani bizim kamu kuruluşu olarak yaptığımız yatırımlarla kıyaslarsak küçük sayılabilecek bir projeyi finanse etme imkanı bulmuşlar. Ama sürekli vurguladığım gibi maalesef belki de kayıtdışı çok güçlü olan firmalar hangi sektörde olursa olsun, kayıtlı bir şekilde geçmediği takdirde finans kuruluşlarından kurumsal proje finansmanı sağlama imkanı bulamayacaklar. GYO'lar Türkiye bazında baktığımızda ancak 1,5 milyar dolarlık bir hacimle hareket etme kabiliyetine sahipler. Bunun belki 3-4 katını önümüzdeki yıllarda sağlayabileceğiz ama vakit alacak. Şu anda SPK'da kuruluş izni bekleyen GYO olmayı bekleyen şirketler, dışarıda danışmanlık hizmeti alıp karar verip vermeme aşamasında olan birçok kuruluş bu platforma girecek ama vakit alacak. Tabii gayrimenkul yatırım ortaklığı olmak bir açıdan firmalar için, patronlar için endişe verici olabiliyor. Çünkü o izni aldıktan sonra her şeyinizin kayıt içinde olması gerekiyor. Bu kültüre alışmak da vakit alıyor.

# Gayrimenkulde ulusl

**T**ürkiye ekonomisi 1999 ve 2001 yıllarında yaşanan krizlerin etkilerini uzun süre üzerinden atamadı. Bunun başlıca sebebi de krizlerin yapısal temellere dayanmasından ortaya çıkıyordu. Özellikle mali sektörün denetim altına alınması üzerine odaklanmış yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve bu reformların sonuçlarının alınmaya başlanmasıyla 2004 yılının ortalarına doğru krizin etkilerini ülke yavaş yavaş üstünden atmaya başladı. 2004 yıl sonundan itibaren enflasyon ve reel faizlerde yaşanan büyük düşüşü takiben bugüne kadar sağlanan sürekli ekonomik büyüme uluslararası piyasalardaki oyuncuların Türkiye'ye yatırım yapma isteğinin hızla artmasına yol açtı. Türkiye krizden yapısal altyapısı tamamlanmış, temelleri daha sağlam bir ekonomiyle çıkmıştı. Tabii bu istek artışında gelişmiş piyasalarda getirilerin çok düşük seviyelere inmesi ve dünya çapında rekor seviyelere ulaşan likidite bolluğunun etkisi de yadsınamayacak ölçüdeydi. Sıralamaya çalıştığımız bütün bu etmenlerin sonucunda Türkiye daha önceden tanımadığı uzun vadeli yatırım için gelen yatırımcı tipiyle tanıştı.

Gayrimenkul piyasasına dönecek olursak bugün Türkiye'nin yeni yeni tanımaya başladığı uzun vadeli yatırımcıların gayrimenkul fiyatları üzerindeki etkilerini yaşamaktayız. Geçtiğimiz yıl ülkede 6 milyar doların üzerinde yatırım yapan uluslararası gayrimenkul yatırımcılarını da getiri

beklentilerine göre iki ana başlıkta ele almak mümkün.

Birinci kategori, yatırımından yüksek getiri beklentisi olan ve genelde proje geliştirme ile finansman zorluğu çeken gruplara finansman sağlama üzerine çalışan fonlardır. Bu gruplar yeni kurulan alışveriş merkezleri, konut veya ofis projelerine odaklanmaktalar. İlgili gruplar genelde sürecin gerek inşaat gerekse satış aşamalarında yardımcı olması açısından Türk gruplarla ortaklık kurma yolunu seçiyorlar. Bu aşamada bazı uluslararası yatırımcılar Türk ortaklarıyla yeni şirketler kurup bu şirketler üzerinden yatırımlarını sürdürürken (örnek: MDC ve Turkmall'ın MDC Turkmall'ı kurması) bazı yatırımcılar da Türkiye'de kurulu gayrimenkul yatırım ortaklıklarını satın alma yoluyla Türkiye emlak piyasasına giriş yaptılar. (Örnek: Donald Trump'ın Yeşil İnşaat aracılığıyla İhlas GYO'yu alması, GE Real Estate'in Garanti GYO'ya ortak olması). Bu başlıktaki yatırımcının gayrimenkul piyasasına etkilerini somutlaştırmak gerekirse değerli arazilerin satış fiyatlarının artması ve İstanbul Zincirlikuyu'da bulunan Karayolları arazisinin metrekaşe fiyatının 10 bin dolar seviyesinin üstüne çıkmasını örnek vermek mümkün.

İkinci kategori ise sürdürülebilir sabit getirisi olan yatırımlar arayan yatırımcı tipidir. Bu kategorideki yatırımcıları uluslararası tahvillere yatırım yapan yatırımcılara benzetebiliriz. İlgili gayrimenkullerden kazanılan kiralardan, tahvillerin kupon ödemelerine benzer şekilde sabit getiri sağlarken tahvilin ana para ödeme zamanında da gayrimenkulün satışı veya tekrar değerlendirilmesiyle yatırım yapılan ana para geri alınabilmektedir. Gayrimenkulü elden çıkaracakları aşamada da kazanılabilecek gelir yatırımcı için tahvile göre ekstra bir getiri imkanı sunar. Bu tarz yatırımcılar bitmiş ve halihazırda gelir yaratan ofis, alışveriş merkezi ve otel yatırımları ararlar ve tahvil yatırımcılarına paralel olarak da Türkiye Cumhuriyeti'nin ihraç ettiği Euro

İMKB-GYO göreceli performansı





# uluslararası yatırımcı etkisi

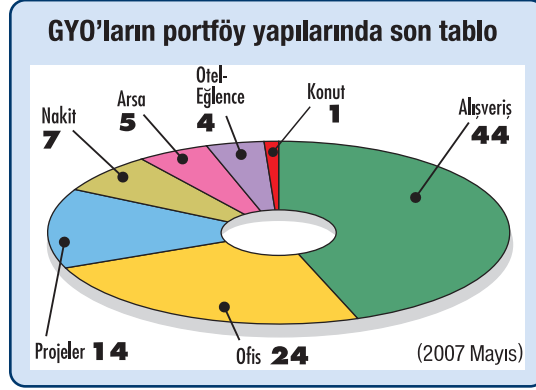
tahvillerin getirilerini ararlar. Bu tarz yatırımcıların yaptıkları yatırımlara örnek vermek gerekirse Cevahir Alışveriş Merkezi'nin iki parça halinde toplam 840 milyon dolar seviyelerinde satılmasını sağlayan yatırımcıları örnek gösterebiliriz.

İki kategorideki yatırımcıların da getirilerini artırmak amacıyla kaldıracağı çalışmayı sevdiğini ve koyacakları sermayenin yanında bulabilecekleri banka kredileriyle destekleyebildikleri projeleri de tercih ettiklerini belirtelim.

## FINANSMAN ARACI OLARAK GYO'LAR

Uluslararası yatırımcıların da sektöre girmesiyle gayrimenkul geliştiren şirketler, oluşan rekabetçi ortamda ayakta kalabilmek için kurumsallaşma yolunda adımlar atmak zorunda kalıyorlar. Öncelikle ülkenin önde gelen grupları dağınık halde bulunan gayrimenkul portföyleri tek bir gayrimenkul şirketi altında toplayarak gayrimenkul geliştirme işini tek bir çatı altında yürütme yolunu seçtiler. Yeni yapılan projelerin finansmanında banka kredilerinin kullanımının yanı sıra sermaye piyasasının da kullanılmaya başlandığını görüyoruz. Burada gerek sağladığı vergi avantajları gerekse şirkete getirdiği kurumsallık ve şeffaflık açısından gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO) ön plana çıkıyor.

Öncelikle belirtmek gerekir ki GYO kuruluşunda sağlanan avantajlardan faydalanabilmek için şirket büyüklüğüne göre bir ile beş yıl içinde kurulan gayrimenkul yatırım ortaklığının en az yüzde 49'unun halka arz yoluyla hisse senedi piyasalarında yerini alması gerekiyor. Kuruluş aşamasında oluşturulacak portföyün ve yeni proje yapılarının da profesyonel danışmanlarla beraber yapılandırılması gerekiyor. Burada yüksek ölçekli sabit getirisi olan bazı projelerin varlığı halka arzda satışı kolaylaştırırken yapılması planlanan projelerin de portföy içinde bulunması gerekiyor. GYO'ların mevcut portföy yapısını incelediğimiz takdirde sabit getirisi olan alışveriş merkezi ve ofis projelerinin ağırlıkta olduğunu görmekteyiz.



Halihazırda sürmekte olan projelerde alışveriş merkezi projeleriyle konut projelerinin ağırlığının fazla olduğunu görmekteyiz. İlgili portföy yapısını sağlayabilen ve kuruluş süreci ve koşullarını gerçekleştirebilen şirketler de gayrimenkul projelerinde bazı avantajlara sahip oluyor.

Örneğin proje geliştirme üzerine çalışan bir şirket iseniz önceki projelerden kazandığınız gelirlerin üzerinden kurumlar ve gelir vergisi ödemeden sonraki yatırımınızda kullanabilirsiniz. Şeffaf yapınız sayesinde yaptığınız projeler için alacağınız banka kredilerinde daha uygun oranlara ulaşabilir ve ayrıca kuracağınız GYO'yu halka arz ederek sermaye piyasasından sağlayacağınız fonu da yeni projelerde kullanarak finansman maliyetlerinizi aşağı çekebilirsiniz. Borsada işlem gören bir şirket olmanız, yaptığınız projelerin satış yapacağınız kitle gözünde daha güvenilir olmasına yol açarken yapacağınız satışların da yaratacağınız marka aracılığıyla kolaylaşmasına yol açıyor.

Finansman yöntemi olarak sermaye piyasalarını, banka kredileri veya uluslararası ortakları kullanabilirsiniz. Ancak 70 milyonu aşkın ve gittikçe büyüyen GSYİH'siyle gayrimenkul ihtiyacı her geçen gün artan Türkiye'de yatırım fırsatları artarken yatırımcılar arasındaki rekabet de kızışıyor. Mahalle müteahhitlerinin devrinin kapandığı bu dönemde kârlılığı yüksek devasa piyasadan pay kapabilmenin yolu profesyonel yönetim ve uzun vadeli planlamalardan geçiyor.

**Milli Emlak Genel Müdürlüğü, kamuya ait taşınmazları yöneten kurum. Hazine arazilerinin satışını da yürüten Milli Emlak'ın 2006 yılı geliri 1 milyar YTL'ye yakın. "Ancak amacımız gelir elde etmek değil" diyen genel müdür İlyas Arlı, şöyle devam ediyor: "Kalkınmada öncelikli yörelerde organize sanayi bölgelerine bedelsiz arsa tahsisi yapıyoruz. Diğer illerde yatırımcılara emlak vergi değeri üzerinden yıllık yüzde 1'i oranında kira karşılığı arsa tahsisi yapıyoruz."**



FOTOĞRAF: BÜLENT ERCAN

# “YENİ DÖNEMDE ATIL ARAZİLERİ EKONOMİYE KAZANDIRACAĞIZ”

**T**ürkiye Cumhuriyeti, Selçuklu ve Osmanlı'dan gelen mülkiyet rejimi nedeniyle 131,6 bin kilometrekarede 2,5 milyon adet taşınmazı olan gayrimenkul zengini bir ülke. İşte bu taşınmazları devlet adına Maliye Bakanlığı'na bağlı Milli Emlak Genel Müdürlüğü yönetiyor. 2004 yılında devreye giren otomasyon projesiyle Milli Emlak, devletin nerede nesi olduğunu bildiği gibi, tüm değişiklikleri dakika dakika kamuoyuyla paylaşıyor. TOKİ'nin son yıllardaki atağında, organize sanayi bölgelerinin kurulmasında, turizm, tarım, sanayi yatırımlarının gerçekleşmesinde önemli bir rol üstlenen Milli Emlak Genel Müdürlüğü, talep edilen Hazine arazilerinin satışını da gerçekleştiriyor. Yani ciddi bir özelleştirme de yapıyor. 2006 yılı gelirleri 1 milyar YTL'ye dayanan kurumun hangi yatırımlara hangi koşullarda arsa tahsisi yaptığını, bir Hazine arazisinin nasıl satın alınabileceğini genel müdür İlyas Arlı'ya sorduk.

*Devlete ait malları nasıl bir anlayışla yönetiyorsunuz?*

Biz Osmanlı'dan gelen bir mirası tasfiye ediyoruz. Arazi rejimi cumhuriyetten sonra değişti ve özel mülkiyete geçildi. Biz bir nevi sürekli özelleştirme yapıyoruz. Devlete ait taşınmazları, tarihten gelen sorumluluğun bilincinde, zamanın ötesinde ve standartların üstünde bir anlayışla, etkin ve etkili şekilde yöneten, sektörde öncü ve yeni ufuklar açan bir kurum olmaya çalışıyoruz. Organize sanayi bölgeleri arsaları, küçük sanayi siteleri, kamunun yaptığı hastane, okul arazilerini, turizm yatırımlarına arsaları, TOKİ'nin ihtiyacı olan arazileri biz veriyoruz. Özetle atıl yerleri değişik yöntemlerle ekonomiye kazandırıyoruz. Türkiye'nin ekonomik, mali ve sosyal içerikli temel sorunlarının çözümüne yönelik yürütülen çalışmalar kapsamında, Hazine taşınmazlarının değerlendirilmesi her geçen

gün daha fazla önem kazanıyor.

*Bu taşınmazları ekonomiye hangi yöntemle kazandırıyorsunuz?*

Hazine'nin mülkiyetindeki taşınmazların satışı, kiralanması, trampası ve üzerinde sınırlı ayni hak tesisi; devletin hüküm ve tasarrufu altındaki yerlerin kiralanması ve bu yerler için gerekli görülen hallerde kullanma izni verilmesine ilişkin işlemler yasa gereği bizim yetki ve sorumluluğumuzda.

Ayrıca, Hazine'ye ait taşınmazların envanter kayıtlarını tutmak ve diğer kamu kurum ve kuruluşlarının taşınmazlarının envanter kayıtlarının tutulmasına ilişkin esas ve usulleri de biz belirliyoruz.

*Hazine arazileri üzerinde çok sayıda kaçak konut, işyeri var. Bunlarla ilgili ne yapıyorsunuz?*

## “TAM OTOMASYONA GEÇTİK”

*Devlet nerede, nesi var biliyor mu?*

Devlet nerede nesi var hepsini biliyor. İnternette son rakamları dakika dakika görebilirsiniz. Ormanlar, orta malları nerede; nereden imar geçmiş nereden geçmemiş, hepsini görebilirsiniz.

1995 yılında başlatılan Milli Emlak Otomasyon Projesi ile 2004 yılı itibariyle tüm il ve ilçelerde tam otomasyona geçtik. Bu tamamen kendi imkanlarımızla üretilen bir projedir. İl ve ilçelerden girilen tüm bilgiler, genel müdürlüğümüz tarafından on-line izlenebilmektedir.

*Peki, vatandaş ya da yatırımcılar bu sistemden nasıl yararlanabilir?*

Taşınmaz satın alma taleplerini elektronik ortamda alıyoruz. Bunları resmi belge gibi değerlendirerek, işlemine başlıyoruz. Türkiye genelinde taşınmaza ait dosyaların tek bir numaraya sahip olması, merkez ve taşra teşkilatında aynı numara ile işlem yapılması konusunda ise kamuda ilk defa uygulama yapılarak defterler kaldırıldı ve tüm dosyalar elektronik ortamda takip edilebilir hale geldi. Ayrıca Hazine'ye ait taşınmazlar internet ortamında anlık olarak ilgilenenlerin bilgisine sunuluyor. Hangi ilde hangi taşınmazın ihalesinin yapılacağı, ihale başlangıç tutarı, başvuru koşulları, hepsi var.



Bu sorunun ana nedeni göçün yönetilememiş olması. Oysa belediyelerin kentlerin gelişiminin önünde gitmesi ve 50 yıl sonrasını planlamaları lazım. Bu belediyenin sınırları 50 yıl sonra ne olacak, yerleşim, sanayi nereye kayacak?

Ankara'nın Atatürk dönemindeki ilk planlamaları çok güzel. Ama bu planlar en fazla 300 binlik nüfusa göre yapılmış. 1950'lerden sonraki göç dalgası her şeyi alt üst etmiş. Belediyelere her yer bedelsiz devredilmiş. Ama belediyeler plan yapıp arsa üretmedikleri için gecekonduların işgaline uğramış. 1983'te gecekonduların affı çıkarılmış. 4706 sayılı kanunun 5'inci maddesine göre vatandaşın 31 Aralık 2000 tarihinden önce üzerine bina yaptığı yerlerin arsasını belediyelere devrediyoruz. Onlar da bu vatandaşlara arsayı satıyorlar; gelirin yarısı Hazine'ye geliyor, yarısı belediyeye gidiyor.

*Bir zamanlar ekonomik sorunların Hazine arazilerinin satışıyla aşılabacağı iddia edilmişti. Gerçekten bu kadar çok para kazanıyor musunuz?*

Biz iki yıldır bütçede öngörülen hedefleri aşılıyor. 2004'te 158,7 milyon YTL gelir elde ederken; 2005'te 835,7 milyon YTL gelir ile ilk kez bütçe hedeflerini tutturduk. 2006'da da satış, kira, irtifak, ecrimisil gibi işlemler sonucu 953,5 milyon YTL gelir elde ettik. Ama amacımız gelir elde etmek değil. Ekonominin gelişmesine katkıda bulunmak önemli olan. Kalkınmada öncelikli yörelerde organize sanayi bölgelerine bedelsiz arsa tahsis yapıyoruz. Diğer illerde yatırımcılara emlak vergi değeri üzerinden yıllık yüzde 1'i oranında kira karşılığı arsa tahsis yapıyoruz.

*Bir arazi için birden çok alıcı çıktığında nasıl bir yöntem izliyorsunuz?*

Daha önce teklifleri kapalı zarf usulüyle alıp, en yüksek teklif sahibine tahsis gerçekleştiriyorduk. Ama 2886 sayılı yasada değişiklik yaptık. Kapalı teklif ile yapılan ihalelerde zarfların açılmasının ardından katılanlar arasında açık artırmaya imkan tanıdık.

Bu sayede özellikle büyük şehirlerde rantı yüksek yerlerde, kamunun daha yüksek gelir elde etmesi mümkün olabilecek.

*TOKİ'nin en önemli destekçisi de sizsiniz.*

Evet, TOKİ marka oldu ama onların mutfağında biz varız. Arsa ihtiyaçlarının tamamını biz karşılıyoruz. Özelleştirmenin altyapısı da biziz. Yani işin mutfağında

olduğumuz için kamuoyu tarafından pek tanınmıyoruz. TOKİ'ye 40,1 milyon metrekare yüzölçümlü, 1,2 milyar YTL değerinde bedelsiz arsa devrettik.

Ayrıca, özel ağaçlandırma projesi çerçevesinde özel kişi ve kuruluşlara 6 milyon metrekare alanı, ağaçlandırmaları için kiraya verdik. Böylece ülke genelinde toplam 265 yerde 330,4 milyon metrekare alanın ağaçlandırılması sağlandı.

*Yeni yasa kat karşılığı arsa satışına da imkan tanıyor. Hasılat paylaşımı da denilen bu yöntemi TOKİ kullanıyor. Siz bir anlamda TOKİ ile rakip olmuyor musunuz?*

Hayır. Biz TOKİ ile kardeşiz. Onların misyonu ile bizimki farklı. Örneğin İstanbul Göztepe'de kat karşılığı inşaat ihale ettik. Konut, rezidans yapılıyor. Düz arazi olarak satsaydık 40 milyona satılmıyordu; kat karşılığına dönüştürdüğümüz için bize 170-180 milyon gelecek.

*TOKİ dışında belediyelere de konut amaçlı arsa satıyorsunuz değil mi?*

Önceden öyleydi ama başbakanın talimatıyla bu satışlar durduruldu. Çünkü belediyeler kendileri yapmayıp, kooperatiflere dağıtıyorlar. Yapılan kooperatiflerde kalite yok. Teknolojisi belli değil. Vatandaş mağdur oluyor. Başbakan, "Belediye konut yapacaksa TOKİ aracılığıyla yapacak" diyor. TOKİ ile hem kaliteli hem de sosyal donatılı siteler çıkıyor ortaya. Hem de vatandaş düşük fiyata ev sahibi oluyor.

*Sosyal güvenlik kuruluşlarının*



*gayrimenkullerini de mi siz satacaksınız?*

Emekli Sandığı, SSK ve Bağ-Kur birleşeceği için mallarını biz satacağız. SSK ve Emekli Sandığı malları bize gelmeye başladı. Ankara'da Kızılay'ın göbeğinde SSK İşhanı, Ulus'ta Emekli Sandığı'na ait Anafartalar Çarşısı, Foça'daki tatil köyü. Biz bunları 5 yıl içinde satacağız, gelirini de Sosyal Güvenlik Kurumu'na aktaracağız. Bu malların tasfiyesi için 6. daire adı altında bir birim kurduk. Sadece bu işle ilgilenecek.

*Satılamayanlar ne olacak?*

5 yıl içinde satılamazsa bütçesine değeri kadar ödenek koyulacak; bir yana gelir bir yana gider yazılıp tasfiye edilecek. Yani devlette kalmış olacak.

*Tarımsal yatırımlara yapılacak tahsislerle ilgili yeni bir tebliğ çıkardınız...*

Teknolojik, organik ve jeotermal tarım yatırımı yapacak olanlara 20 yıl süreyle arazi tahsis edip, irtifak hakkı yani kullanım hakkı veriyoruz. Örneğin Afyon'da jeotermal tarımla ilgili bir tahsis yaptık bile. 60 milyon dolarlık bir yatırım bu ve çiçek, domates, salatalık üretecek. Bunu bedelsiz verdik, çünkü Afyon kalkınmada öncelikli yöre. Bu kapsam dışında kalanlardan ise yıllık olarak emlak vergi değerinin yüzde 1'i; proje maliyet bedelinin binde 5'inden aşağı olmamak üzere kira alıyoruz. Bir de hasılatın yüzde 1 pay alıyoruz. Organize hayvancılık bölgelerine de 20 yıllığına irtifak hakkı veriyoruz.

*OSB'ler dışındaki yatırımlara da arazi tahsisi yapıyor musunuz?*

4706 sayılı kanuna göre; 10 milyon dolar ve üzerindeki yatırımlarda; 50 kişiden fazla istihdam sağlanırsa harca esas (güncel emlak vergi değerinden) arazi tahsisi yapıyoruz. Yalova'daki tersanelere, Sakarya'da Kibar Holding'e bu şekilde tahsisler yaptık. Kibar Holding Karasu'da 1 milyar dolar yatırımla yassı çelik üretimi yapacak. Bunun için kendilerine bin 500 dekar arsa tahsis ediyoruz. 5084 sayılı yasa uyarınca 6,3 milyon metrekare büyüklüğünde 84 adet taşınmazı bedelsiz devrettik. Böylece 8 bin 671 kişiye istihdam sağlayacak, 1,5 milyar YTL'lik yatırıma destek olduk.

*İmar planı olmayan arazilerin satışı mümkün mü?*

1 yıldır mümkün değil. Çünkü öyle araziler var ki imar geçtiğinde 10, 100 katı değerlendiriliyor. Satışın yapılabilmesi için

arazinin en az 1/5 binlik imar planının olması gerekiyor; yani orada ne yapılacak, okul mu iş hanı mı, konut mu? Bunlar belli olmadan satmıyoruz. Belediyeleri imar planı yapmaya zorlamak için uygulanan bir hükümet politikası bu. Çünkü imar planlarını yapma yetkisi belediyelerde; biz yasa gereği imar planı yapamıyoruz. Sadece sınırlı bazı konularda bazı kuruluşların yetkisi var. Toplu konut alanında TOKİ'nin; duble yollarda da Bayındırlık Bakanlığı'nın yetkisi var. Diğer tüm yetkiler belediyelerde.

*Vakıf malları üzerindeki işgaller için ne yapıyorsunuz?*

Vakıflardan trampa yoluyla malları alıyoruz ve karşılığında temiz parsel veriyoruz. Aldıklarımızı da belediyelere devrediyoruz, onlar da vatandaşa satıp tapu problemini çözüyor. Vakıf malı üzerinde yapılaşma İstanbul'da Beyoğlu, Eyüp bölgesinde çok yoğun. Sadece İstanbul'da bu şekilde sorunlu 5 bine yakın gayrimenkul var. Antalya'da bin 600 adet. Bunlarla ilgili davalar var. Dolayısıyla bunları çözdükçe hem sosyal bir sorunu çözüme kavuşturuyoruz hem de yargının yükünü hafifletiyoruz.

## **“SURIYE VE İSRAİLLİLERE SATIŞIMIZ YOK”**

*Kamu, Suriye ve İsraillilere büyük miktarda arazi satışı yapıldığı iddiasıyla sürekli eleştiriliyor...*

Hatay Türkiye'ye ilhak edildiğinde orada yaşayanlara, belli bir süre tanınarak “Hangi ülkenin vatandaşı olmak istiyorsunuz, bildirin” denmiş. Türkiye'yi seçenlerin malı Suriye'de, diğerlerinin Türkiye'de kalmış. Basında “Hatay'ın şu kadarı Suriyelilerin” deniyor. Oysa iki ülke 1939'dan beri bir emlak anlaşması yapamadı. Suriye 1950'de yaptığı toprak reformu çerçevesinde Türkiye'yi seçenlerin mallarını kamulaştırdı. Ama biz Suriye'yi seçenlerin gayrimenkullerini onlar adına idare ediyoruz ve parasını da Ziraat Bankası'nda bloke ediyoruz. Bu bizim adaletimiz. Örneğin Suriye uyruklu bir vatandaşın taşınmazının geçen yıl kiralanması ihalesinde, yıllık kira geliri 534 bin YTL oldu ve parayı bloke ettik. İstanbul, Hatay, Kilis, Mardin, Maraş, Gaziantep'te bu şekilde 1939'dan beri bunlar adına kayıtlı mallar var. Yani yeni bir edinim yok. 1939'dan sonra hiç toprak alamadılar bu ülkede. 1966'dan sonra kesinlikle yasaklanmış. Şanlıurfa'nın tamamı, Diyarbakır'ın bir kısmı tarım reformu uygulama alanı. Bu nedenle o bölgelerde yabancıya kesinlikle satış yok.

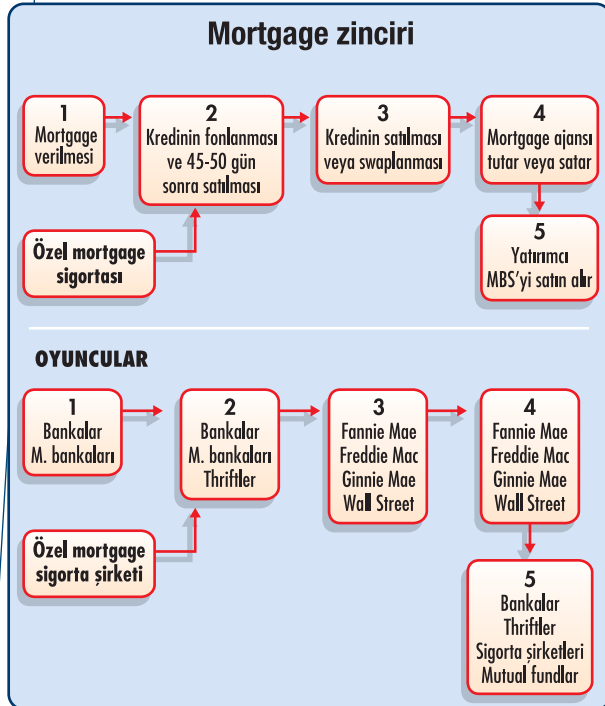
**S**ene başında ciddi bir global dalgalanmaya yol açan mortgage krizi, gelişmiş piyasalarda emlak balonu oluştuktan sonra sık sık görülen bir durum. Gerek geniş kitlelerin rahat bir şekilde konut edinmesi gerekse bu uygulama sırasında oluşan risklerin tek elde toplanması yerine daha büyük bir tabana yayılmasını sağlamak amacı ile mortgage piyasaları oldukça detaylandırılmıştır. “Mortgage Food Chain” olarak bilinen bu prosesi aşağıda gördüğünüz gibi özetleyebiliriz. Mortgage sisteminin Türkiye’de de başarılı olması için verilen mortgage’ın bir varlık hale getirilerek (MBS, mortgage backed security) tıpkı bir bono, hisse senedi gibi alınıp satılabiliyor hale gelmesi gerekli. Bu tip bir finansal varlığın yaratılmasında ABD’de gördüğümüz Fannie Mae, Ginnie Mae, Freddie Mac adlı devlet destekli şirketlerin de rolü var.

Mortgage bazlı varlıkların piyasada ne seviyeye geldiğini görmek için (sağdaki) ABD piyasalarına yönelik rakamlar (tablo) yardımcı olabilir: 2004 yılında piyasadaki MBS hacmi 3 trilyon 546 milyar dolar seviyesinde iken 2005 yılında bu rakam 3 trilyon 681 milyar dolara, 2006 yılı sonu itibarıyla ise 3 trilyon 966 milyar dolara ulaşmış. 2006 yılında aylık bazda işlem hacmine baktığımızda ise ekimde 286 milyar



288 milyon dolar, kasımda 264 milyar 607 milyon dolar, aralıkta ise 274 milyar 345 milyon dolarlık işlem hacmi geçmiştir.

Henüz Türk piyasası için çok erken olsa da mortgage tabanlı ürünler yapılarına göre de çeşitlilik gösterir durumda. Mesela “Interest-Only” (nakit akımı sadece faiz ödemesi), “Principal-Only” (nakit akımı sadece ana paradan oluşan), “Pass Through” (benzer vade, faiz oranı ve kredi özelliklerine sahip menkullerden oluşur), “Pay Through” (farklı vade ve faiz oranlarına göre branşlara ayrılan, CMO (collateralized mortgage obligations) gibi farklı piyasa görüşlerine ve spekülörlere hitap eden ürünlerin de piyasaya gelmesi ile çok daha derin ve riskin sadece bankalar üzerinde olmadığı bir mortgage piyasasına kavuşabiliriz. Mortgage piyasalarında bu kadar çok çeşit ürün olmasının nedeni her türlü yatırımcı tipinin istediği bir ürün oluşturarak riskin yayılmasını sağlamaktır. Bono piyasasına benzer bir şekilde, bir yatırımcı veya fon faizlerin orta vadede düşeceğine inanıyor ise “Principal-Only” (sadece ana para) tabir edilen mortgage enstrümanı almayı tercih edecektir. Zira faizlerin düşmesi durumunda konut almak isteyenler yüksek faizli mortgage’larını zamanından önce geri ödenecek ve düşük faizli yeni mortgage’lara yönelecektir. Bu durumda PO sahibi yatırımcı, vadeden önce anapara ödemesine kavuşacaktır. Şayet





# Mortgage dünyasında neler oluyor?

yatırımcılar faizlerin yükseleceğine inanıyor ise “Interest Only” tabir edilen ürünlere kayacaktır. Böyle bir ortamda kimse yeni bir mortgage yükü altına girmek istemeyecek ve anapara ödemesini yapmak için acele etmeyecektir. IO ürünler negatif durasyona sahip oldukları için faizlerin arttığı ortamlarda veya bir bono portföyünün hedge edilmesinde yoğun olarak tercih edilir.

Gerçekten de mortgage piyasaları diğer tüm piyasalarla da yakından ilgilidir. Örneğin faizlerin düşmesi nedeniyle zarar edecek mortgage varlıklarından oluşturduğunuz bir portföy var (sadece IO’lardan oluşan). Bu durumda 10 yıllık bonoları kullanarak portföyünüzü hedge etmek isteyebilirsiniz. Nitekim geçtiğimiz haftalarda 10 yıllıkların getirilerinde yaşanan yükseliş kısmen bahsettiğim tipte portföylerin sahip oldukları 10 yıllıkları satmasından kaynakladı.

Kredi kalitesine göre mortgage sahiplerinin üçe ayrıldığını görüyoruz. Bunlar “prime” (yüksek kredi notuna sahip tüketiciler), “alt prime” (orta direk diyelim!) ve en zayıf nota sahip “subprime”. Son dönemlerde sık sık duymakta olduğunuz “subprime mortgage” piyasası (yani kredi kalitesi en düşük mortgage kesimi) üzerine en popüler benchmark endekslerden biri ABX (Asset Backed Security’ler üzerine bir endeks) endeksidir. Çeşitli vadeye dayalı menkul kıymetler için (örneğin kredi kartları, öğrenci kredileri, araba kredileri) oluşturulan ABX endekslerinden en popülerleri ABX.HE endeksi. İçinde az önce bahsettiğimiz çeşitli kredi notlarına sahip mortgage bazlı ürünler barındıran bu endeks şu anda tarihinin en düşük seviyelerinden işlem görüyor. Söz konusu ürünler çok derin piyasalara sahip olmalarına rağmen organize borsalarda işlem görmez. Hacmin büyük bir kısmı bono piyasasında olduğu gibi OTC tabir edilen tezgah üstü piyasalarda oluşur. Ancak herhangi bir likidite veya verimsiz fiyatlamaya problemi yaşanmaz.

Mortgage sektörünün ve ürünlerin Türkiye’de de hızlı bir gelişme göstermesi kaçınılmaz. Ancak gelişmiş ülkelerde yaşanan krizlere baktığımızda özellikle faizlerin düşük olduğu dönemlerde risk kontrolünün elden bırakılması ile herkese verilen mortgage’ların finansal koşullar değişmeye, faizler artmaya ve konut fiyatlarının düşmeye başladığı dönemlerde sistemi tehdit etmeye başladığını görüyoruz. Bu nedenle en kısa sürede mortgage’ların ikinci el piyasada işlem görmesini sağlamak, kamu otoritesinin riski yakından takip etmesini sağlayacak düzenlemeleri oluşturmak ve riskin sadece mortgage veren kurumlarda değil, spekülörler, yatırımcılar ve finansal sistemin diğer aktörleri arasında dağılmasını sağlamak gerekiyor.

**MBS’lerin 2006’da aylık bazda ortalama günlük hacmi (Milyon dolar)**

|                | <b>GHMA</b> | <b>FNMA</b> | <b>FHLMC</b> |
|----------------|-------------|-------------|--------------|
| <i>Ocak</i>    | 57.928,1    | 191.350,2   | 249.279,0    |
| <i>Şubat</i>   | 64.613,8    | 201.813,0   | 266.426,8    |
| <i>Mart</i>    | 67.484,0    | 210.598,5   | 278.082,5    |
| <i>Nisan</i>   | 58.906,0    | 182.285,3   | 241.191,8    |
| <i>Mayıs</i>   | 52.049,0    | 166.221,0   | 218.270,0    |
| <i>Haziran</i> | 50.945,5    | 163.584,0   | 214.519,5    |
| <i>Temmuz</i>  | 51.960,4    | 159.213,8   | 211.174,2    |
| <i>Ağustos</i> | 58.515,0    | 190.016,3   | 248.531,3    |
| <i>Eylül</i>   | 79.025,5    | 223.154,0   | 302.179,5    |
| <i>Ekim</i>    | 69.028,8    | 217.259,2   | 286.288,0    |
| <i>Kasım</i>   | 61.584,8    | 203.022,5   | 264.607,3    |
| <i>Aralık</i>  | 58.273,0    | 216.072,3   | 274.345,3    |

Kaynak: www.bondmarkets.com

**Piyasada bulunan MBS hacmi (Milyar dolar)**

|             | <b>GHMA</b> | <b>FNMA</b> | <b>FHLMC</b> | <b>Toplam</b>  |
|-------------|-------------|-------------|--------------|----------------|
| <i>1980</i> | 93,9        | 0,0         | 17,0         | <b>110,9</b>   |
| <i>1981</i> | 105,8       | 0,7         | 19,9         | <b>126,4</b>   |
| <i>1982</i> | 118,9       | 14,4        | 43,0         | <b>176,3</b>   |
| <i>1983</i> | 159,8       | 25,1        | 59,4         | <b>244,3</b>   |
| <i>1984</i> | 160,0       | 36,2        | 73,2         | <b>269,4</b>   |
| <i>1985</i> | 212,1       | 55,0        | 105,0        | <b>372,1</b>   |
| <i>1986</i> | 262,7       | 97,2        | 174,5        | <b>534,4</b>   |
| <i>1987</i> | 315,8       | 140,0       | 216,3        | <b>672,1</b>   |
| <i>1988</i> | 340,5       | 178,3       | 231,1        | <b>749,9</b>   |
| <i>1989</i> | 359,9       | 228,2       | 278,2        | <b>866,3</b>   |
| <i>1990</i> | 403,6       | 299,8       | 321,0        | <b>1.024,4</b> |
| <i>1991</i> | 425,3       | 372,0       | 363,2        | <b>1.160,5</b> |
| <i>1992</i> | 419,5       | 445,0       | 409,2        | <b>1.273,7</b> |
| <i>1993</i> | 414,1       | 495,5       | 440,1        | <b>1.349,7</b> |
| <i>1994</i> | 450,9       | 530,3       | 460,7        | <b>1.441,9</b> |
| <i>1995</i> | 472,3       | 583,0       | 515,1        | <b>1.570,4</b> |
| <i>1996</i> | 506,2       | 650,7       | 554,3        | <b>1.711,2</b> |
| <i>1997</i> | 536,8       | 709,6       | 579,4        | <b>1.825,8</b> |
| <i>1998</i> | 537,4       | 834,5       | 646,5        | <b>2.018,4</b> |
| <i>1999</i> | 582,0       | 960,9       | 749,1        | <b>2.292,0</b> |
| <i>2000</i> | 611,6       | 1.057,8     | 822,3        | <b>2.491,7</b> |
| <i>2001</i> | 591,4       | 1.290,4     | 948,4        | <b>2.830,2</b> |
| <i>2002</i> | 537,9       | 1.538,3     | 1.082,1      | <b>3.158,3</b> |
| <i>2003</i> | 473,7       | 1.857,2     | 1.162,1      | <b>3.493,0</b> |
| <i>2004</i> | 441,4       | 1.895,8     | 1.209,0      | <b>3.546,2</b> |
| <i>2005</i> | 405,5       | 1.940,1     | 1.335,5      | <b>3.681,1</b> |
| <i>2006</i> | 411,9       | 2.079,1     | 1.477,0      | <b>3.968,0</b> |

Kaynak: Sirketlerden alınan bilgiler

\*GNMA-Government National Mortgage Ass. (Ginnie Mae)

\*FNMA-Federal National Mortgage Ass. (Fannie Mae)

\*FHLMC-Federal Home Loan Mortgage Corp (Freddie Mac)

# “Türkiye’nin geleceğini parlak görüyoruz”

**S**ama Dubai, önce Dubai Towers İstanbul projesiyle, sonra da İETT arazisi ihalesinde verdiği yüksek teklif ile son dönemde en çok dikkat çeken şirket oldu. İcra Komitesi Başkanı Farhan Faraidooni, sorularımızı yanıtladı.

*Uluslararası gayrimenkul geliştirme firmalarını Türkiye’ye çeken ne? Yatırımlarınızı oluştururken ne gibi kriterleri göz önüne alıyorsunuz?*

Uluslararası gayrimenkul geliştirme firmalarının son dönemdeki Türkiye ilgisini anlamak çok kolay: Ekonomide olağanüstü bir büyüme sözkonusu, bu büyüme hem tutarlı hem de sürekli, enflasyon kontrol altında ve dolayısıyla yabancı yatırım rekor üstüne rekor kırıyor. IMF’nin tahminlerine göre Türkiye’nin GSMH’si 2008 yılında 750 milyar dolara ulaşacak, satınalma paritesine göre kişi başı gelir 10 bin doları aşacak. Ve hepsinden önemlisi, bu büyüme hamlesi içinde aslan payı inşaat ve gayrimenkul geliştirme sektöründe. Son iki yıl boyunca inşaat sektörü Türkiye’deki ekonomik büyümenin lokomotif sektörü oldu. Tüm bu faktörleri bir araya getirdiğinizde yabancı yatırımcı için gelecek vaat eden bir pazar ortaya çıkıyor.

Yabancı gayrimenkul yatırım firmaları Türkiye pazarının geleceğini parlak görüyor, biz de bu görüşe katılıyoruz.

*Hem Karayolları hem de İETT arazisi ihalelerinde Zorlu Grubu ile yarıştınız ve bu rekabet sonucunda bu bölgede arazi fiyatları metrekare başına 15 bin doların üstüne çıktı. Sizce arsa*

*fiyatlarında yaşanan bu artış yapay mı yoksa bundan sonra piyasadaki fiyatlar kalıcı olarak yeni bir seviyeye mi taşındı?*

Kamuoyunda İETT arazisi olarak bilinen ihale sonucunda arazinin değerinin kamuoyu ve medyanın beklentilerinden yüksek olması böyle bir tartışmayı getirdi. Oysa bize göre bizim önerdiğimiz rakam bu arazi için belirlediğimiz sınırların dışında değil. Çünkü İETT arazisi gerçekten de fantastik. Sahip olduğu lokasyondan kaynaklanan özellikleri, potansiyel ve ticari özellikleri ile yatırım yapmak için oldukça elverişli. Bu nedenle bu ihaleden sonra bu özellikleri taşıyan arazilerin de değerlendirileceğini ve yatırımcıların dikkatini çekeceğini düşünüyoruz.

Ayrıca Sama Dubai olarak, arazi fiyatlarının gayrimenkul sektörünün yükselen trendine ve makro ekonomik göstergelere bağlı olarak yükselmeye devam edeceğini düşünüyoruz. Arazilerin değerinin artması tamamen Türk ekonomisinin ve endüstrinin gelişmesi ile ilgili, sıcak para girişi ve spekülasyonların bu değerlendirme ile alakası olmadığını düşünüyoruz.

*Gayrimenkulün hangi alanında Türkiye’de daha çok gelişme olacağını düşünüyorsunuz? Alışveriş merkezi, konut, plaza... Sizin özellikle ilgilendiğiniz bir alan var mı?*

Türkiye’de gayrimenkul pazarı pek çok farklı alanda ciddi bir patlama yaşıyor: Büyük çaplı konut projeleri, plazalar, alışveriş merkezleri ve oteller... Bizim pazar araştırma birimimiz bu alanların hepsinin de büyümeye devam edeceğini öngörüyor, çünkü hala arz ile talep arasında ciddi bir fark söz konusu.

Biz Türkiye’de özellikle “karma kullanım” olarak adlandırdığımız ve Dubai Towers’ta güzel bir örneğini sunduğumuz konseptin büyük bir potansiyeli olduğunu, bu çerçevede önümüzdeki yıllarda bu konseptle olan talebin artacağını öngörüyoruz. Bu çerçevede, Türkiye’de özellikle ve öncelikle bu alana yoğunlaşıyoruz.



PAZARLAMA  
ÖZEL YAYINLAR  
VE KİTAPLAR  
YÖN VEREN  
İNSANLAR  
ANADOLU  
KAPLANLARI  
BAŞARI  
ÖYKÜLERİ

**C**apital

YÖNETİM

KARİYER

YENİ YAKLAŞIMLAR

KONJONKTÜR

ARAŞTIRMA

[www.capital.com.tr](http://www.capital.com.tr)

**Türkiye'nin 1 numaralı  
aylık ekonomi dergisi  
şimdi internette**

Dijital Dergi Aboneliği için;  
[www.eMecmua.com](http://www.eMecmua.com)

TÜRKİYE'NİN EN YENİLİKÇİ AYLIK İŞ VE EKONOMİ DERGİSİ

**DB**  
İŞİ VE EKONOMİ DERGİSİ



# 15'i 1 yerde.



KANGAROO

İş Yatırım'ın ilk Borsa Yatırım Fonu, İş Yatırım Dow Jones Türkiye Eşit Ağırlıklı 15 (İŞBYF/DJTEA15) yatırımcısıyla buluşuyor. Dow Jones Indexes tarafından oluşturulmuş olan endeksi izleyen İŞBYF/DJTEA15, İMKB'de işlem gören halka açık piyasa değeri en büyük 15 hisse senedinin getirisini sunar, dengeli bir portföye yatırım imkanı tanır. Bu fon; borsada hisse senedi gibi işlem görür, gün içinde fiyat gözlem ve alım-satım yapma olanağı sağlar, yatırım fonları gibi vergilendirilir.

#### İŞBYF/DJTEA15'in avantajlarını biliyor musunuz?

- Fonun kompozisyonu ve performansı şeffaf, likiditesi yüksektir.
- Yatırım fonlarından farklı olarak, vade uygulaması olmadığı için, beklenmedik anlık piyasa değişikliklerinde risk ve fırsatları değerlendirmek mümkündür.
- Bu 15 hisse senedi, üçer aylık dönemler baz alınarak ağırlıkları periyodik olarak eşitlenir, böylece portföyün dengeli olması sağlanır.

"Dow Jones" ve "İŞBYF/Dow Jones Türkiye Eşit Ağırlıklı 15 Endeksi", Dow Jones & Company Inc. şirketinin ticari markalarıdır ve İş Yatırım'a bunları belirli bazı amaçlarla kullanması için lisans verilmiştir. Dow Jones Türkiye Eşit Ağırlıklı 15 Endeksi'ne dayalı olan İş Yatırım-Dow Jones Türkiye Eşit Ağırlıklı 15 A Tipi Borsa Yatırım Fonu, Dow Jones tarafından finanse edilmemektedir, onaylanmamaktadır, satılmamaktadır veya tanıtılmamaktadır; Dow Jones bu ürünlerin ticari işlemlerinin tavsiye edilmesine ilişkin hiçbir beyanda bulunmamaktadır.

Fon İzahnamesi aşağıda belirtilen adreslerden temin edilebilir. Tasarruf sahipleri sirküleri 09/05/2007 tarihinde Referans ve Dünya gazetelerinde ilan edilmiştir.

YATIRIM DANIŞMANLIĞI | PORTFÖY YÖNETİMİ | KURUMSAL FİNANSMAN | ARACILIK HİZMETLERİ |

#### İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

İş Kuleleri Kule-2 Kat: 12 4. Levent 34330 İSTANBUL

Tel: (0212) 350 20 00 Faks: (0212) 350 20 01 | www.isyatirim.com.tr

#### Ankara Şubesi

Tahrir Cad. No: 3/8  
06700 Kavaklıdere/ANKARA  
Tel: (0312) 455 26 50  
Faks: (0312) 466 60 62

#### İzmir Şubesi

Talatpaşa Bulvarı No: 27/2  
35220 Alsancak /İZMİR  
Tel: (0232) 488 90 00  
Faks: (0232) 464 69 43

#### Kalamış Şubesi

Fener Kalamış Cad.  
Tibaş Belvü Sit. A2 Blok  
D: 3 34726 Kalamış/İSTANBUL  
Tel: (0216) 542 72 00  
Faks: (0216) 542 72 01

#### Yeniköy Şubesi

Köybaşı Cad. Iskele Çıkmaşı  
No: 277 34464 Yeniköy/İSTANBUL  
Tel: (0212) 363 01 00  
Faks: (0212) 363 01 01

