



1882

**KONYA TİCARET ODASI**  
KONYA CHAMBER OF COMMERCE

# Farkları ve Benzer Yanlarıyla GYO ve GYF'lere Kısa Bir Bakış

Gizem ERİM ÖZÇELİK



Konya Ticaret Odası

Ekonomik Araştırmalar ve Proje Müdürlüğü

KONYA  
Ekim, 2023  
[www.kto.org.tr](http://www.kto.org.tr)

## İÇİNDEKİLER

1. GİRİŞ .....	1
2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (GYO) .....	1
3. Gayrimenkul Yatırım Fonu (GYF) .....	2
4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı ve Gayrimenkul Yatırım Fonu Farklılıkları .....	3
5. GYO ve GYF İstatistikleri .....	5
6. Sonuç .....	8
7. Kaynakça .....	9

## 1. GİRİŞ

Sermaye Piyasası Mevzuatında gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesine ilişkin iki temel model yer almaktadır. Bunlar gayrimenkul yatırım ortaklığı (GYO) ve gayrimenkul yatırım fonu (GYF)'dir. Bu iki model:

- Gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesine,
- Büyük ölçekli gayrimenkul yatırımlarına likidite kazandırılmasına,
- Ortaklık yapısı kullanılarak gayrimenkul yatırımlarının finanse edilmesine,
- Yatırımcıların GYF katılma paylarını/GYO hisse senetlerini almak suretiyle bu yatırımlardan elde edilen gelirlerden yararlanmasına imkân sağlayan yatırım araçlarıdır.

Çalışmada farklılıkları ve benzerlikleriyle GYO ve GYF'lere değinilecek diğer yandan bazı istatistikler okuyucu ile paylaşılacaktır.

## 2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (GYO)

GYO'lar genellikle gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, altyapı yatırım ve hizmetleri ile sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan ortaklıklardır.

GYO, gelirin büyük bir bölümünü doğrudan sahip oldukları gayrimenkullerden elde etmektedir. Apartman, depo, otel, tıbbi tesis, ofis gibi birçok gayrimenkul türüne yatırım yapan GYO'lar, portföylerindeki gayrimenkul çeşitlerini artırarak yatırım riskini en aza indirecek şekilde dağıtmaktadır. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, yatırımcılarına sürekli olarak nakit akışı sağlamaktadır.

Ülkemizde kayıt dışılıkla mücadelede önceliklendirilen sektörlerin arasında yer alan inşaat sektörünün kurumsallaşmanın sağlanmasında GYO'lar önemli roller üstlenmektedir. Bunlar:

- Kurumlar vergisi istisnası ve SPK düzenlemeleri sebebiyle gerçek değerden işlem yapılmakta ve bu da sektörde emsallerin yükselmesine imkân tanımaktadır.
- Küçük yatırımcıların sermaye piyasaları aracılığıyla kazançlı ve büyüyen bir alandan kazanç sağlamalarını kolaylaştırmaktadır.
- Sermaye piyasaları aracılığıyla yabancı yatırımcıyı çekebilme kapasitesine sahiptir.

### 3. Gayrimenkul Yatırım Fonu (GYF)

GYF'ler nitelikli yatırımcılardan katılma payları karşılığında toplanan paralarla, pay sahipleri hesabına inanca<sup>1</sup> mülkiyet<sup>1</sup> esaslarına göre gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ile para piyasası araçlarından oluşan portföyü işletmek amacıyla SPK'dan faaliyet izni alan portföy yönetim şirketleri ve gayrimenkul portföy yönetim şirketleri tarafından bir iç tüzük ile süreli veya süresiz olarak kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan malvarlığıdır. Tanımı biraz uzun görünse de kısaca gayrimenkul yatırımı yapmak isteyen yatırımcıları bir araya getirmek ve onlar adına bu yatırımları profesyonel portföy yöneticilerinin yönetebilmesini sağlamak üzere tasarlanmış bir finansal araçtır.

Mevzuatta gayrimenkul yatırım fonları tüzel kişiliği bulunmayan, portföy yönetim şirketleri tarafından kurulan bir "malvarlığı" olarak tanımlanmaktadır. Portföy yönetim şirketleri kurmak istedikleri fonun içtüzük ve ihraç belgesini hazırlayıp Sermaye Piyasası Kurulu'na başvurmaktadır. Bu dokümanlar SPK tarafından onaylandıktan sonra tescil ve ilanı ile fonun kuruluşu gerçekleşmektedir. Tüm bu onay prosedürlerinin ardından portföy yönetim şirketleri fon katılma paylarının satışı karşılığında yatırımcılardan para toplamaya başlamaktadır. Böylece kurucu portföy yönetim şirketlerinin malvarlığından ayrı bir "fon malvarlığı" oluşmaktadır. Fonun malvarlığı pay sahiplerine aittir. Aynı şekilde, fonda oluşan kar veya zarar da pay sahiplerine aittir. Ancak fonu portföy yönetim şirketi temsil eder, fonun malvarlığını pay sahipleri hesabına ve onların vekili olarak portföy yönetim şirketi yönetmektedir. Ayrıca yatırım kararlarını portföy yönetim şirketi alır ve icra eder.

Ülkemizde gayrimenkul yatırım fonlarıyla ilgili detaylı düzenlemeler Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 2014 yılında yayınlanmıştır. İlk gayrimenkul yatırım fonları 2015 yılı sonunda kurulmuştur. 2016 yılında gayrimenkul yatırım fonları pay ihraçları yoluyla yatırımcılardan para toplamaya ve bu paralarla gayrimenkul yatırımları yapmaya başlamıştır.

Katılma paylarının nitelikli yatırımcıya satışına başlandığı tarihi müteakip en geç 1 yıl içinde fon portföy değerinin en az 10.000.000 TL büyüklüğe ulaşması ve katılma payı sahiplerinden toplanan paraların GYF'lere ilişkin Tebliğ'de belirtilen portföy sınırlamaları dahilinde yatırıma yönlendirilmesi zorunludur.

•<sup>1</sup> Inanca mülkiyet: Tasarruf sahiplerinin yatırım fonu ile ilgili işlemleri yapma yetkisini, fon içtüzüğü aracılığıyla fon kurucusuna devretmesi ve kurucunun fonu içtüzük çerçevesinde ve tasarruf sahiplerinin haklarını koruyarak yönetmek veya yönettirmek zorunda olmasıdır.

## 4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı ve Gayrimenkul Yatırım Fonu Farklılıkları

Gayrimenkul yatırım ortaklığı mı, gayrimenkul yatırım fonu mu? Birçoğumuzun kafasını karıştıran ve gayrimenkule dayalı piyasa aracı niteliğindeki bu iki yakın akrabayı gelin benzerlikleri ve farklı yanlarıyla kısaca tanımaya çalışalım.

**Benzerlikler:** Her ikisi de sermaye piyasası enstrümanıdır. Yani SPK tarafından düzenlenmiştir.

**Farklılıklar:** GYO; personel istihdam edebilen, proje geliştirme faaliyetleri yapan bir anonim şirkettir. GYF ise; personeli olmayan, portföy yönetim şirketleri ve gayrimenkul portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilen bir varlık topluluğudur. Yani şirket değildir. Bunun en önemli çıktısı vergiyle ilgilidir. Örneğin; bir anonim şirketi SPK mevzuatındaki şartları taşıyan bir GYO'ya dönüştürmek herhangi bir vergi yükü getirmemektedir. Bir şirketi GYF'ye dönüştüremeyeceğimizden tüzel kişiliği bulunmayan bir malvarlığı olarak tanımlanabilen GYF'de kazanç fon içinde kaldığı sürece üzerinde bir vergi yükü bulunmamaktadır.

**Benzerlikler:** Hem GYO hem de GYF gayrimenkule ve gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası enstrümanlarına yatırım yapmaktadır.

**Farklılıklar:** GYO'da proje geliştirmek mümkünken, GYF'de bitmiş, yapı kullanma izni alınmış gayrimenkullere, tarla-arsa gibi taşınmazlara yatırım yapabilmektedirler. Örneğin; bir GYO tarla alıp sonra bunu arsaya dönüştürüp üzerine proje geliştirebilmektedir. Yani GYFler kendi bünyelerinde proje geliştirememektedir.

**Benzerlikler:** Hem GYO hem de GYF'nin payları yatırımcılara satılmaktadır.

**Farklılıklar:** GYO'lar halka açık şirketlerdir. Kuruluşlarından itibaren 3 aylık süre içinde %25 oranındaki paylarının Borsa İstanbul'da halka arzı için başvurmak zorundadır. GYF'ler ise halka arz edilmemektedir. GYF süreli ve süresiz olarak kurulabilir ve nitelikli yatırımcılardan katılma payları karşılığında bir para toplamaktadır.

**Benzerlikler:** Her iki enstrüman da bağımsız denetime tabidir.

**Farklılıklar:** GYO'nun mali tabloları ara dönemlerde ve yıl sonunda denetlenmek zorundadır. GYF için ise (aksi yönde bir karar alınmamışsa) yıllık denetim yeterlidir.

**Benzerlikler:** Hem GYO hem de GYF kurumlar vergisi mükellefidir. Aynı zamanda kurumlar vergisinden muaftır. Her iki kuruluşun da elde ettikleri kazanç kurumlar vergisine tabi değildir.

**Farklılıklar:** GYO'da bu vergi istisnası son derece sınırlıdır. Çünkü, sadece kurumlar vergisi ödemez ve kar dağıtımında stopaj oranı (vergi kesintisi) sıfırdır. Buna karşılık GYO'dan kâr payı elde eden

Türkiye’de yerleşik gerçek kişi ya da kurumlar elde ettikleri kazancı diğer kurumlardan elde ettikleri kâr payı gibi beyan edip vergisini ödemektedir. Diğer yandan GYF katılma belgesi sahibi gerçek kişinin bir beyan yükümlülüğü yoktur. Yani, aynı nitelikteki bir gayrimenkulden kira geliri ya da değer artış kazancı elde eden bir GYO ile GYF arasında bu enstrümanın hissesini/katılma belgesini elinde tutan kurumlar arasında ciddi bir vergileme farklılığı oluşmaktadır. GYO’dan kâr payı alan kurumlar vergisi hissedarı bu kâr payı üzerinden vergi ödemekte iken, GYF’den kâr payı elde eden katılma belgesi sahibi kurumlar vergisi mükellefi vergilendirilmemektedir.

### Diğer bazı farklılıklar aşağıdaki gibidir:

- GYO’ları gerçek/tüzel kişiler kurmaktadır. Ancak GYF’lerin kurulması için SPK’dan yetki belgesi almış portföy yönetim şirketi olmak gerekmektedir.
- GYO’lar tüzel kişiliğe sahiptir. Yani kuruculardan ayrı, kendi başına bir kişidir. GYF’ler ise tüzel kişiliğe haiz değildir. Yalnızca vergi mükellefiyeti açısından Gelir İdaresi’ne; gayrimenkul tescili açısından ise Tapu İdaresi’ne karşı bir kişiliğe haizdir. Diğer tüm kişisel yükümlülükleri Portföy Yönetim Şirketi tarafından yerine getirilmektedir.
- GYF’ler, portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmesinden kaynaklı şeffaf bir yapıya sahiptir. Bu durum yatırımlara daha fazla kaynak aktarılmasını sağlamaktadır.

Aşağıdaki tablo GYO ve GYF’lerin arasındaki farkları daha net görmek açısından okuyucuya yol gösterici olacaktır:

**Tablo 1. GYO ve GYF Karşılaştırması**

	GYO	GYF
<b>Hukuki Yapılanma</b>	Halka Açık Anonim Şirket olarak düzenlenmiştir.	Sermaye Piyasası Kanunu’na tabi yatırım fonu olarak düzenlenmiştir.
<b>Tüzel Kişilik</b>	Var	Yok (Yalnızca GYF’ler gayrimenkullerle ilgili tapu işlemlerinin gerçekleştirilebilmesi açısından sınırlı olarak tapuda tüzel kişiliğe sahip sayılırlar)
<b>Kurucu</b>	GYO Tebliği’nde öngörülen şartları sağlayan gerçek ve tüzel kişiler kurucu olabilirler.	Sadece portföy yönetim şirketleri ile gayrimenkul ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri kurucu olabilirler.
<b>Asgari Başlangıç Tutarı</b>	Başlangıç veya ödenmiş sermayesinin asgari 30 milyon TL zorunludur.	Fon toplam değerinin, katılma payı satışından itibaren 1. yılın sonunda 10 milyon TL’ye ulaşması zorunludur.
<b>İhraca Konu Sermaye Piyasası Aracı</b>	Hisse senedi ihraç ederler.	Katılma payı ihraç ederler.

<b>İhraç Şekli</b>	Hisse senetleri halka arz edilir.	Katılma payları sadece nitelikli yatırımcıya satılır, halka arz edilemez.
<b>Borsada İşlem Görme</b>	Zorunlu	Yok
<b>Fiyatlama</b>	Hisse senetleri Borsa'ya kote olduğundan fiyat borsada arz ve talebe göre oluşur. Bu nedenle şirket değeri ile hisse senedi fiyatı genellikle birbirinden farklılaşır.	Katılma payı değeri, fon portföyündeki varlıkların değerine fon alacaklarının eklenmesi ve fon borçlarının düşürülmesi suretiyle hesaplanır. Bu nedenle de fiyat doğrudan portföydeki varlıkların değerini yansıtır.

**Kaynak:** Nüve Capital

Halka açık şirketler, özellikle küçük yatırımcıları korumak ve piyasaların doğru şekilde işlemesini sağlamak amacıyla SPK tarafından sıkı bir düzenlemeye tabiidir. GYO'lar da halka açık şirketler arasında yer aldıkları için diğer sermaye piyasası kurumlarından farklı olmak üzere halka açık şirketler mevzuatının dışında özel bir düzenlemeye tabidir. Sermaye Piyasası Tebliği GYO'lara ek bazı yükümlülükler getirmiştir. Bu tebliğ GYO'ların; yöneticilerine, borçlanma imkanlarına, portföylerine dahil edebilecekleri gayrimenkullere, iştiraklerine, faaliyetlerine, ellerindeki kaynağı kullanma biçimlerine özel düzenleme ve sınırlamalar getirmektedir.

GYO'lara müteahhit olabilme imkânı tanınmamıştır. Bu ortaklık türü arsa satın alıp üzerine bir proje geliştirirken müteahhit firma ile sözleşme yapma, üretimi bu firmaya yaptırmakla yükümlüdür. GYO olamayan diğer üreticiler dilerse müteahhitlik faaliyetlerini de kendileri yapabilmektedir. Gayrimenkul üretiminde asıl rolün müteahhitlerin üzerinde olduğu düşünüldüğünde GYO'ların üretici sıfatındansa geliştirici niteliğine sahip olduğu ve rekabet alanının daha kısıtlı olduğu yorumu yapılabilir.

### 5. GYO ve GYF İstatistikleri

GYODER verilerine göre GYO ve GYF'ler ile ilgili bazı temel istatistiksel bilgiler aşağıdaki gibidir:

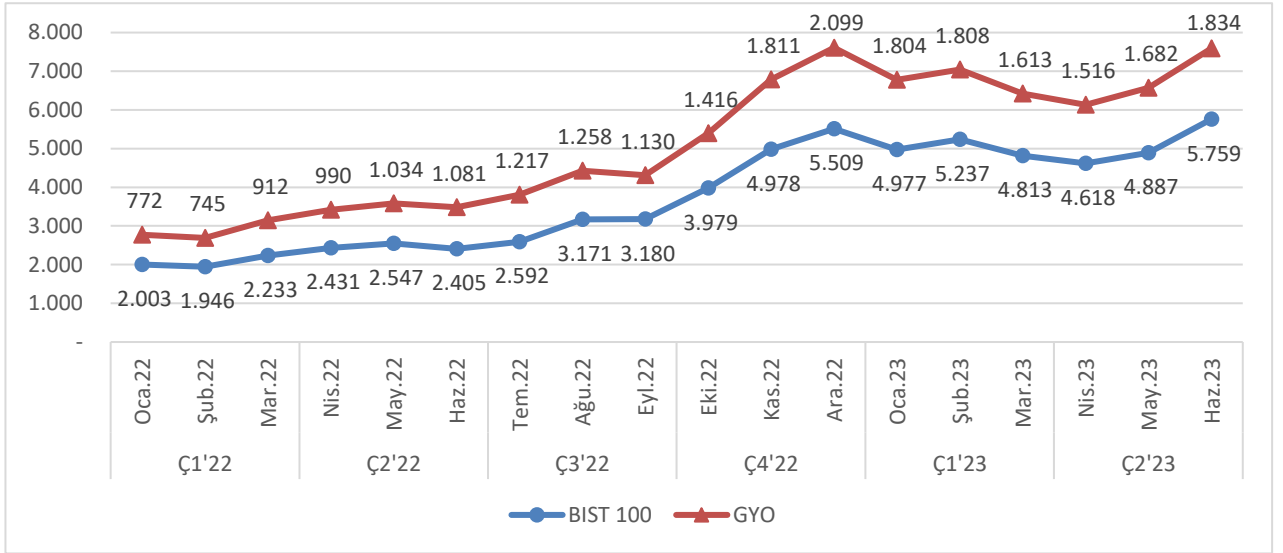
#### Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Temel Göstergeleri

- Ülkemizde 39 adet GYO'nun piyasa değeri 211 milyar TL'dir.
- 2023 yılının ilk çeyreğinde yaşanan deprem ve seçimin ardından GYO endeksi, 2023 yılının ilk çeyreğinde BİST 100'e paralel bir şekilde yükseliş trendine girmiştir.
- 2023 yılının ikinci çeyreğinde BİST 100 %16'lık getiri sağlarken GYO endeksi %12 yükselerek Haziran sonu itibarıyla 1.834 puana yükselmiştir.
- 2023 ilk çeyrekte kurumsal yatırımcı oranı ilk çeyrekteki %47,3'lük değerinden %42,9'a gerilemiştir.
- 2023'ün ilk çeyreğinde yabancı yatırımcı ülkeler arasında ABD ilk sırada yer almış ve ardından Hollanda, Birleşik Krallık, Bahreyn ve Bahamalar gelmiştir.

2023'ün ikinci çeyreğinde BİST 100 %16'lık bir getiri sağlarken GYO endeksi de %12 yükselerek Haziran sonu itibarıyla 1.834 puana yükselmiştir. Öte yandan 39 adet GYO'nun piyasa değeri 211 milyar TL'ye

ulaşmıştır. GYO endeksi TL bazında 2023 yılı 1. çeyrekte 1.613,46 ile tamamladığı seyrine 2023 yılı 2. çeyrek sonu itibariyle 1.833,85 seviyesinde kapatmıştır.

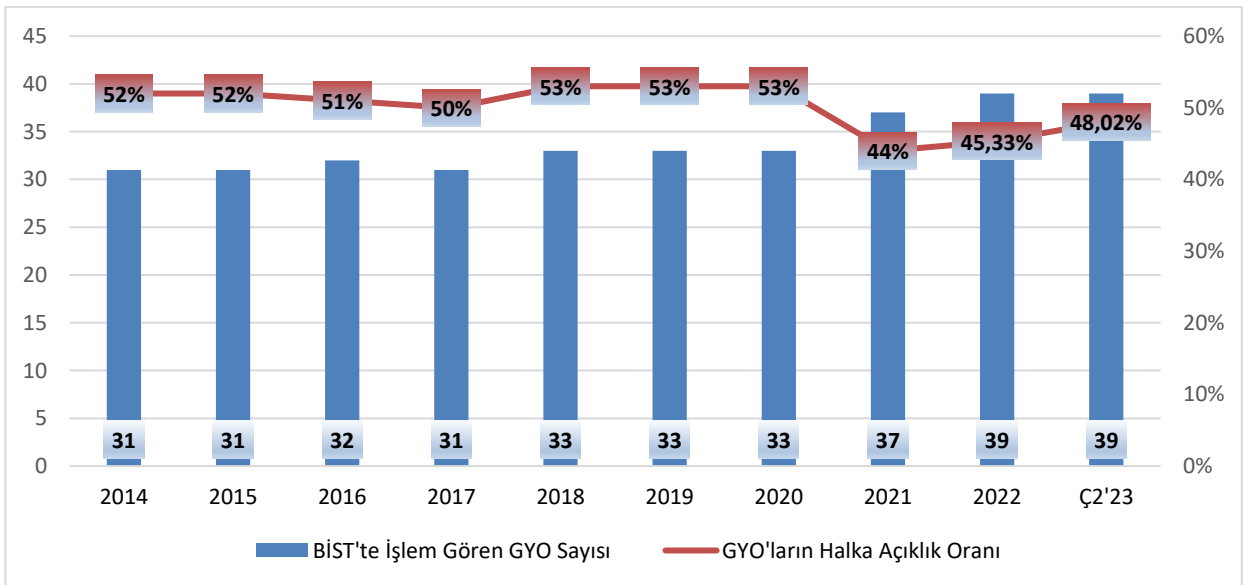
**Grafik 1. BIST GYO Endeks Performansı (TL)**



**Kaynak:** BIST

Grafik 2'de BİST'te işlem gören GYO sayısı ve GYO'ların halka açıklık oranının son on yıllık değişimi gösterilmiştir buna göre 2023 yılının 2. çeyreğinde BİST'te işlem gören GYO'ların sayısı geçtiğimiz on yılda %25,8 artarak 39 GYO olarak gerçekleşmiştir. Halka açıklık oranı ise 2023 yılının ikinci çeyreğinde %48,02 olmuştur.

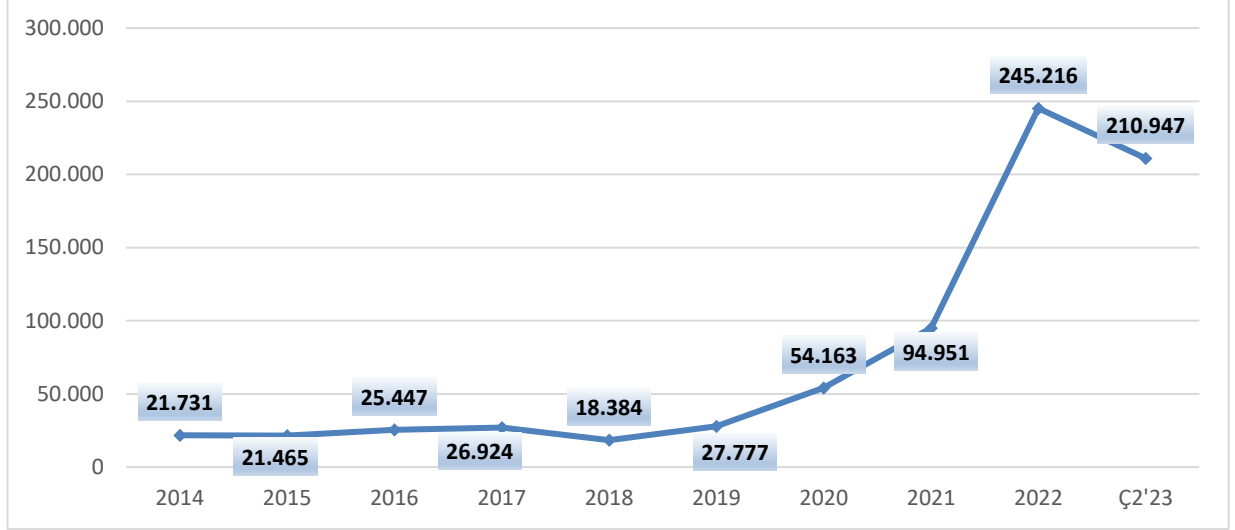
**Grafik 2. Borsa İstanbul'da İşlem Gören GYO Sayısı**



**Kaynak:** GYODER

Aşağıdaki grafik yıllara göre GYO'ların piyasa değerini görmek açısından önemlidir. Piyasa değeri 2014 yılında yaklaşık 22 milyar TL olan GYO'lar 2023 yılının ikinci çeyreğinde %870,7 oranında artış göstererek yaklaşık 211 milyar TL'lik bir değere ulaşmıştır. Piyasa değerinde yaşanan böylesine bir artış, GYO'ların finansal sektör içindeki önemini görmek açısından önemlidir.

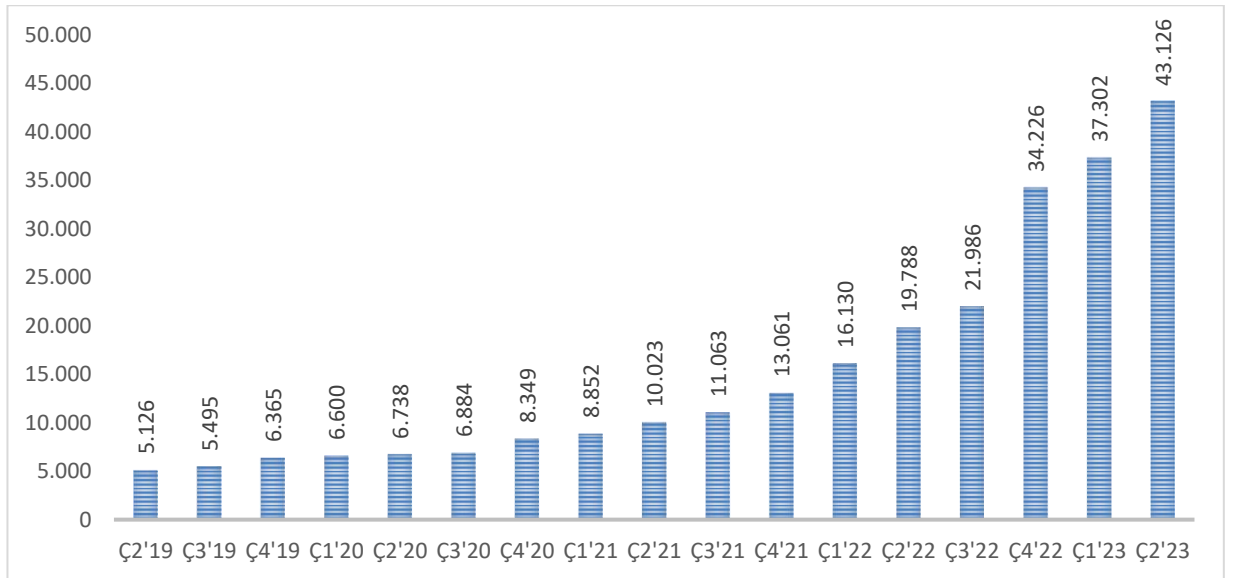
**Grafik 3. GYO'ların Piyasa Değeri (Milyon TL)**



Kaynak: GYODER

Gayrimenkul Yatırımcıları Derneği (GYODER) tarafından hazırlanan "Gösterge" raporu verilerine göre ülkemizde gayrimenkul yatırım fonu pazar büyüklüğü, 2023 yılı ikinci çeyrek itibarıyla 43,1 milyar TL seviyesine ulaşmış durumdadır. Geçen yılın aynı dönemi verisi olan 19,7 milyar TL ile kıyaslandığında fon pazarındaki büyüme dikkat çekicidir.

**Grafik 4. Gayrimenkul Yatırım Fonu Pazarı Toplam Büyüklüğü (Milyon TL)**



Kaynak: GYODER

GYO'lar ve GYF'ler artan ilgiyi iki taraf açısından da değerlendirmek faydalı olacaktır. İki enstrümanın da temel motivasyon kaynağı finansman teminidir. Kurucular, gayrimenkul konusundaki bilgi ve tecrübelerini yüksek getirili proje geliştirme potansiyellerine güvenerek fon bulduklarında yüksek kazanç elde edeceklerine inanmaktadır. Bu sebeple tasarruf sahiplerinin bu kazançlarına ortak olmalarını beklemektedirler. Diğer yandan vergi avantajı da önemli bir faktördür. GYO ve GYF'lerin elde ettikleri tüm kazançlar kurumlar vergisinden istisnadır. Yani bu iki statü altında en başında %20'lik vergi avantajı fırsatı yakalamış olmaktadır. Yatırımcılar açısından bakıldığında ise özellikle GYF'lere yatırım yapan gerçek kişiler elde ettikleri gelirlerden ne stopaj ve ne de yıllık beyanname ile vergi öderler. Yani vergi yükü yoktur. Aynı zamanda SPK denetiminde bir proje geliştiricisinin yatırımcı açısından güven oluşturacağı ve kurumsallaşmayı teşvik edeceği aşikar bir durumdur.

GYO ve GYF'ler yatırımcıların gayrimenkul yatırımlarına erişimini kolaylaştırmaktadır. Büyük miktarlarda sermaye gerektiren gayrimenkul yatırımları birçok yatırımcı için erişilmezdir. Ancak GYO hissesi ya da GYF katılma payı ile yatırımcıların küçük miktarlarla gayrimenkul yatırımı yapması mümkündür. GYF'ler ise yalnızca nitelikli yatırımcılara açık olması, süreli olması açısından yatırımcı için avantajlıdır. Ayrıca yatırım şirketleri yatırımcıların portföylerini çeşitlendirme imkanına sahiptir. GYO ve GYF'ler, yatırımcıların yatırımlarını daha kolay bir şekilde nakite çevirmelerini sağlamaktadır. GYO ve GYF'ler, yatırımcısına profesyonel yönetim sağlamaktadır.

### 6. Sonuç

Raporda gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve gayrimenkul yatırım fonları açıklanarak, benzer ve farklı yönleri ile okuyucuya bilgi aktarılmaya çalışılmıştır. Gayrimenkulle ilgilenen firmaların gündeminde olan GYO dönüşümü ve GYF kuruluşu ile ilgili kafalardaki soru işaretlerini bir nebze de olsa gidermek hedeflenmiştir. Çünkü inşaat projeleri geliştiren ya da portföylerinde gayrimenkul bulunan, bu portföylerden kira ve satış geliri elde eden şirketlerin gerek vergisel avantajlar gerekse halka arzın getireceği avantajlardan faydalanmak istemesi GYO'ya dönüşme taleplerinin temelinde yer almaktadır.

Şirketlerin gayrimenkul varlıkları bir GYF'ye aynı sermaye olarak konularak yatırımcılar, GYO'daki gibi vergisel avantajlardan faydalanabilmektedir. Ayrıca sahip oldukları fon paylarını ekspertiz raporlarına göre tespit edilen değer üzerinden nitelikli bir yatırımcıya ya da GYF'ye devrederek nakde çevirebilmektedir.

Genel olarak değerlendirildiğinde; enflasyonda devam etmesi muhtemel artışlar, kur-faiz-enflasyon üçgeninin yeni ekonomi politikaları ve yaklaşan yerel seçimler çerçevesinde, merkez bankasının uzun zaman aradan sonra üst üste faiz artış kararları vermesi, sermaye piyasaları ve doğrudan yatırım şeklinde sektöre ve ülkeye gelmesi öngörülen yatırımlar, gayrimenkul yatırım fonları ve diğer gayrimenkul sermaye piyasası araçlarıyla ilgili yapılabilecek teşvik edici düzenlemeler GYO endeksinin 2023 yılında yeni rekorlar elde etmesini destekleyebilecek temel unsurlar arasında yer almaktadır. Diğer yandan alın gücünün düşmesi, yüksek faiz oranları sebebiyle krediye erişimin zorlaşması, maliyetlerdeki artışlar, kira ve satış bedellerindeki artışlar tüm gayrimenkul sektörü için bir risk unsuru oluşturmaktadır.

### 7. Kaynakça

- <https://www.nuvecapital.com.tr/files/GYO%20vs.%20GYF%20bulten.pdf>
- <https://www.ruuf.com.tr/blog/mulk-satin-almadan-gayrimenkul-yatirimi/>
- <https://studylibtr.com/doc/1389422/gayrimenkul-yat%C4%B1r%C4%B1m-ortakl%C4%B1%C4%9F%C4%B1-m%C4%B1-gayrimenkul-yat%C4%B1r%C4%B1m-fonu-mu>
- <https://www.bdturkey.com/gayrimenkul-yatirim-ortakliklari-neden-varlar-ne-farklari-var>
- <https://www.pwc.com.tr/tr/medya/kose-yazilari/ersun-bayraktaroglu/gyo-ile-gyf-birbirine-benzer-mi-degil-mi.html>
- <https://prudensfinansal.com/gyo-donusumu-gyf-kurulumu/>
- <https://tr.linkedin.com/pulse/gyo-ve-gyfler-reva%C3%A7ta-hakk%C4%B1-sayan>