

28.08.2025

**TÜRKİYE’DE KONUT İSTATİSTİKLERİ VE KONUT FİNANSMANINDA
ALTERNATİF ARAÇ OLARAK GAYRİMENKUL SERTİFİKASI UYGULAMASI
ÜZERİNE: SORUN ALANLAR VE POLİTİKA ÖNERİLERİ
(Komisyon Başkanı Prof. Dr. Dündar KÖK’ün katkılarıyla)**

1. GİRİŞ

Türkiye’de konut piyasası son yıllarda arz-talep dengesizlikleri, yüksek enflasyon, artan maliyetler, yatırımcı davranışlarındaki değişim ve 6 Şubat 2023 Kahramanmaraş Depremleri nedeniyle ciddi bir dalgalanma içindedir. Artan konut fiyatları ve kiralar karşısında vatandaşların konut edinme kabiliyeti önemli ölçüde azalmıştır. Bu kapsamda alternatif finansman modelleri arayışları gündeme gelmiş ve gayrimenkul sertifikası uygulaması bu çerçevede öne çıkmıştır.

Gayrimenkul sertifikaları, bireylerin büyük meblağlar ödemedi küçük tasarruflarla konut projelerine yatırım yapmasını mümkün kılan **menkul kıymetleştirme** araçlarıdır.

Ancak bu sistemin Türkiye’deki uygulaması geçmiş yıllarda sınırlı kalmış ve beklenen yaygınlığa ulaşamamıştır. **Bu bilgi notunda, Emlak Konut GYO aracılığıyla, İstanbul’un Başakşehir, Bağcılar ve Esenler ilçelerinin buluşma noktasında 12 milyon 500 bin metrekarelik dev bir alanda hayata geçirilecek Damla Kent projesi için ihraç edilerek yürürlüğe alınan 4-8 Ağustos 2025 tarihli ön talep ve akabinde 14 Ağustos 2025’te borsada işlem görmeye başlayan gayrimenkul sertifikası uygulamasının mevcut konut göstergeleri çerçevesinde değerlendirmesi yapılacak, sistemin uygulanabilirliği/yaygınlaşması değerlendirilecektir.** Son bölümde ise politika yapıcılara yönelik alternatif çözüm önerileri sunulacaktır.

2. TÜRKİYE’DE KONUT İSTATİSTİKLERİ

Türkiye’de yapı stoku, ve kirada oturan ailelerin oranı ortalama konut fiyatları, konut fiyat endeksleri, konut satış istatistikleri gibi değerler, konut piyasasının mevcut durumunu anlamak açısından kritik göstergelerdendir.

2.1. Türkiye Konut İstatistikleri

2022 sonunda Türkiye’de toplam konut stoku yaklaşık 25,3 milyon bağımsız bölüm (daire), bina sayısı ise yaklaşık 9,9 milyon bina şeklinde raporlanmıştır (TÜİK, 2022). 2023 ve 2024 için henüz TÜİK tarafından güncellenmiş “kesin” konut stoku açıklaması yapılmamıştır ancak yapı izinleri ve kentsel dönüşüm verileriyle **2025 başında toplam stokun 26 milyona yaklaştığı öngörülmektedir.** Çevre ve Şehircilik Bakanı’nın 14.08.2024 tarihli basın açıklamasına göre tüm Türkiye’de **36 milyon bağımsız birim, 31 milyon konut olduğu ifade edilmiştir.**

Tablo 1: Büyükşehirler Özelinde Konut Göstergeleri (2024)

Şehir	Kiracı Oranı	Ortalama Konut Fiyatı	Satılık Konut Sayısı	Yıllık Fiyat Artışı
İstanbul	%38	4,9 milyon TL	400.000+	%60
Ankara	%34	3,0 milyon TL	150.000+	%52
İzmir	%31	3,7 milyon TL	120.000+	%55
Antalya	%36	4,2 milyon TL	90.000+	%64

Kaynak: Endeksa, TÜİK, Emlakjet, sahibinden.com, Haziran 2024 itibarıyla derlenmiştir.

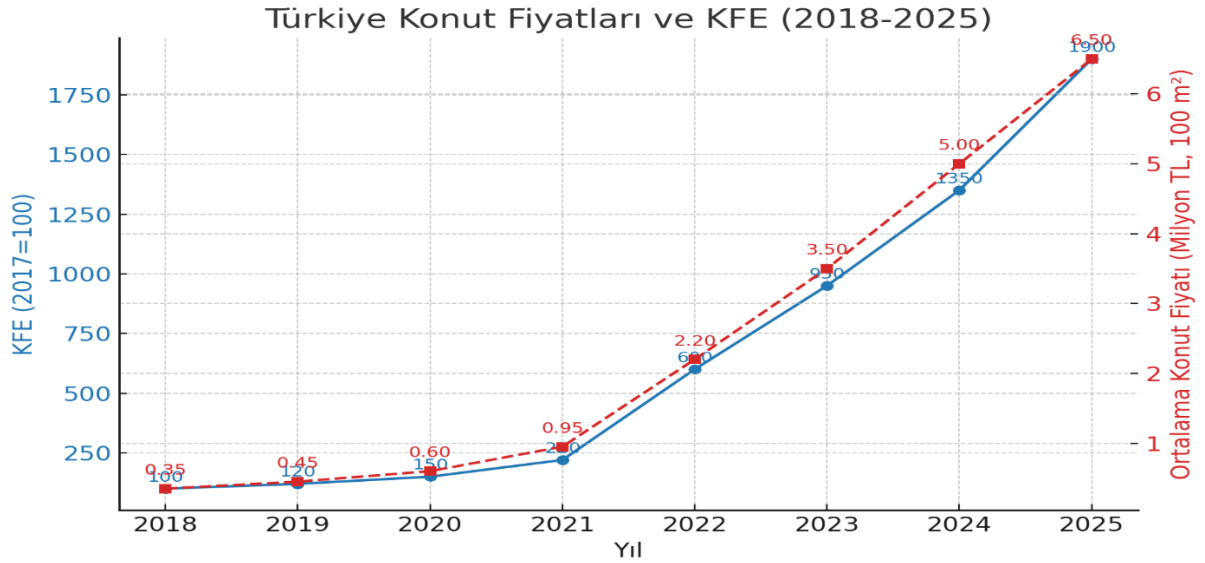
Kiracı oranı büyükşehirlerde %35’in üzerinde (TÜİK Hanehalkı Bütçe Araştırması); yani her üç kişiden biri kiracı pozisyonundadır. Enflasyon üzerinde de önemli bir etkiye sahip olan kira tutarlarının yüksekliği, özellikle sabit gelirli bireylerin ve toplumun yaşam standardını etkileyen ve hükümetin acilen çözüme kavuşturması gereken önemli bir problemidir. Bu problemin çözümünde kullanılabilecek yöntemlerden birisi de konut arzını artırmak ve kiracıları uygun ödeme koşulları ile ev sahibi yapmaktır. Çevre ve Şehircilik Bakanlığı’da bu yaklaşımla, Damla Kent projesinin finansmanında, Borsa İstanbul aracılığıyla konut sahibi olmak isteyen bireylere ve yatırımcılara Gayrimenkul Sertifikası ihraç etmiştir.

2.2. Konut Fiyat Endeksi

TCMB tarafından hesaplanan ve her ay yayımlanan **Konut Fiyat Endeksi’nde (KFE)**, 2010 yılı **baz yıl** olarak alınmakta (2010=100) ve bankalardan toplanan SPK lisanslı değerlendirme uzmanlarının yaptığı konut değer tespitlerine dayanılarak oluşturulan **konut kredisi değerlendirme raporları** verileri kullanılmaktadır.

Haziran 2025 verisine göre **Konut Fiyat Endeksi: 1.287,7**’dir Bu, 2010 yılına göre konut fiyatlarının yaklaşık **12,9 kat arttığını, yıllık artış oranının %45,1 reel artış oranının ise**

(enflasyondan arındırılmış): yaklaşık %5,8 olduğunu gösterir (TCMB Konut Fiyat Endeksi Bülteni, Temmuz 2025).



Şekil 1: Türkiye Ortalama Konut Fiyatları ve KFE (2018-2025)

Kaynak: TCMB Konut Fiyat Endeksi (KFE) ve Emlakjet, Sahibinden, Endeksa'dan derlenmiştir.

2025 Yaz dönemi itibariyle **Türkiye genelinde ortalama konut metrekare fiyatı 45.000 – 50.000 TL/m², ortalama konut fiyatı (100 m² daire baz alınarak) 4,5 – 5,0 milyon TL, Yıllık fiyat artışı (Haziran 2024 – Haziran 2025) yaklaşık %40 – %50** (Resmi TÜİK-KFE ve piyasa raporlarının ortalaması) düzeylerinde seyretmektedir.

İl ve bölgesel karşılaştırma bazında ise;

İstanbul; 65.000 – 75.000 TL/m² ve ortalama daire fiyatı 6,5 – 7,5 milyon TL

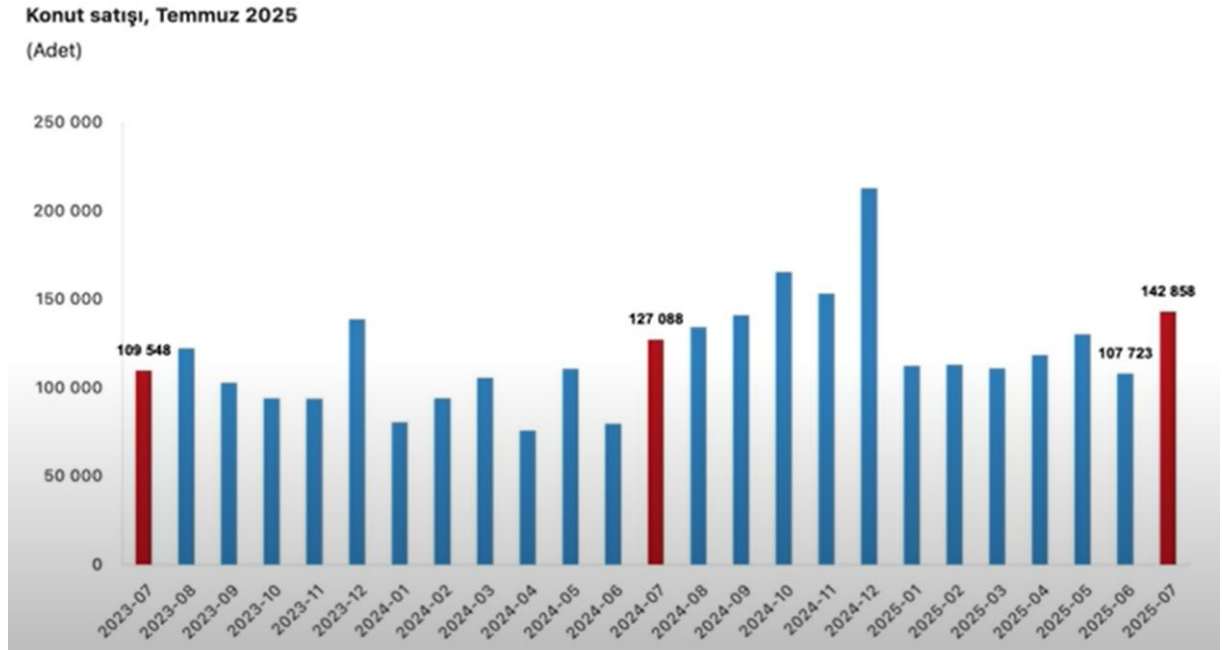
Ankara; 30.000 – 35.000 TL/m² → Ortalama daire fiyatı 3,0 – 3,5 milyon TL

İzmir; 35.000 – 45.000 TL/m² → Ortalama daire fiyatı 3,5 – 4,5 milyon TL

Deprem bölgeleri (Kahramanmaraş, Hatay, Malatya): Yeniden inşa sürecinde fiyatlar görece daha düşük ama artış oranı yüksek → 20.000 – 25.000 TL/m²

Konut fiyatlarında genel trende bakıldığında 2020 sonrası enflasyon + döviz kurlarına paralel çok hızlı artış (2022–2023 döneminde %160-180 düzeylerinde), 2024–2025 döneminde ise nisbi yavaşlama (ama hâlâ %40-50 civarında) dikkat çekmektedir.

2.3. Türkiye’de Konut Satış İstatistikleri



Şekil 2: Konut Satış İstatistikleri (Temmuz 2025)

Kaynak (TUİK, Konut Satış İstatistikleri, 2025)

Tablo 2: Satış Şekli ve Satış Durumuna Göre Konut Satış Sayıları

Konut satış sayısı, Haziran 2025

	Haziran			Ocak-Haziran		
	2025	2024	Değişim (%)	2025	2024	Değişim (%)
Satış şekline göre toplam satış	107 723	79 313	35,8	691 893	545 074	26,9
İpotekli satış	14 484	6 813	112,6	103 090	51 415	100,5
Diğer satış	93 239	72 500	28,6	588 803	493 659	19,3
Satış durumuna göre toplam satış	107 723	79 313	35,8	691 893	545 074	26,9
İlk el satış	33 569	25 425	32,0	207 624	173 324	19,8
İkinci el satış	74 154	53 888	37,6	484 269	371 750	30,3

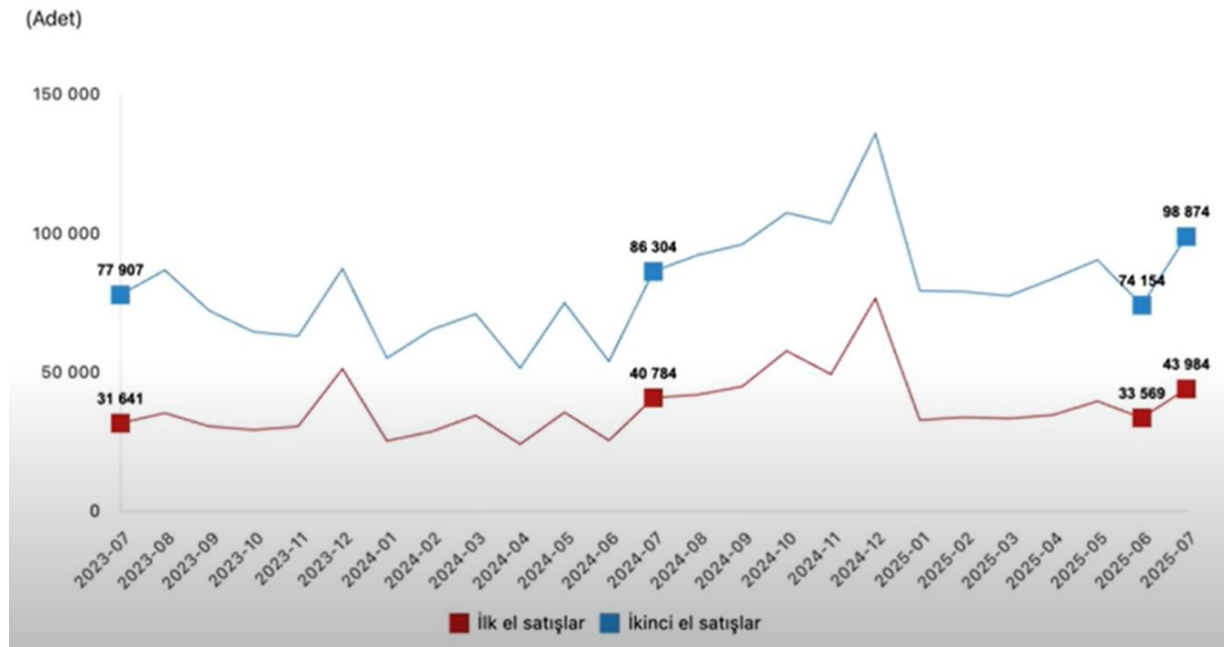
Kaynak (TUİK, Konut Satış İstatistikleri, 2025)

Konut satışları Ocak-Haziran döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %26,9 oranında artarak 691 bin 893 olarak gerçekleşti. Türkiye genelinde ipotekli konut satışları Haziran ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %112,6 oranında artarak 14 bin 484 oldu. Toplam konut satışları içinde ipotekli satışların payı %13,4 olarak gerçekleşti. Ocak-Haziran döneminde gerçekleşen ipotekli konut satışları ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %100,5 oranında artarak 103 bin 90 oldu. **İpotekli satış mekanizmasının son dönem artışında finansal piyasa sıkışıklığının ve talep edenlerin finansal kırılabilirlik düzeylerinin (risk puanlarının) etkili olduğu değerlendirilmektedir.**

Haziran ayında 3 bin 384; Ocak-Haziran döneminde ise 24 bin 446 ipotekli konut satışı, ilk el olarak gerçekleşti.

İpotekli konut satışlarının son dönemde artış göstermesi fiyatların önümüzdeki dönemde artacağını gösterir.

Kira çarpanı: Satış Fiyatı /12*Aylık Kira ; Örneğin İstanbul – Başakşehir ilçesi, 1+1 daireler için ortalama kira düzeyii 18.000 – 25.000 TL aralığında seyrediyor. **Başakşehir’de 4.793.000 TL’lik 1+1 ev için aylık 20.000 TL kira bedeli için kira çarpanı:** $4.793.000.000 / 12 * 20.000 = 19,97$ ’dir. Bu değer, yatırımın 20 yılda geri döneceğini gösterir. 15-25 arası çarpan makul, 15’in altı çok kârlı, 25 üzeri değer geri dönüş uzun kabul edilir, Türkiye ortalaması 17-21 aralığındadır.



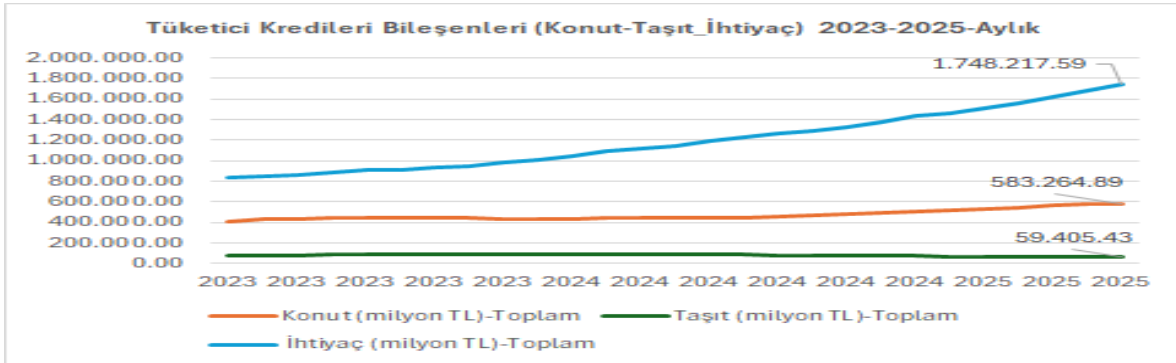
Şekil 3: İlk El ve İkinci El Satış Sayıları

Kaynak (TÜİK, Konut Satış İstatistikleri, 2025)

Türkiye’de konut satışlarında ikinci el daima lokomatiftir. İkinci el pazarında kredi kullanım düzeyi düşüktür, daha çok nakit kullanılır. Birikimler (altın, döviz, borsa varlıkları) nakite çevrilerek konut alışverişi yapılır **(KOBİ’lerin finansmana erişiminde sorunlar bilgi notunda, şirketlerin duran varlıklarını değeri altında elden çıkararak çalışma sermayesine eklediklerini ifade etmiştik.)** İkinci el konut satışlarında artış hızının yüksekliği bu konuyla da bağlantılı değerlendirilebilir.

2.4. Türkiye’de Konut Kredisı Kullanım Düzeyleri

2025 Haziran ayı itibariyle 2 Trilyon 380 Milyar 887 Milyon 910 Bin TL’lik toplam büyüklüğe ulaşan tüketici kredileri içinde 583 Milyar 264 Milyon 890 TL lik büyüklüğe ulaşmıştır.



Şekil 4: Tüketici Kredileri Bileşenlerinin Dağılımı

Kaynak: BDDK,2025

Nisan 2023-Haziran 2025 periyoduna kadar tüketici kredilerinde artış trendinin tersine konut kredilerinin tüketici kredilerindeki payı düşmektedir (2023-%31; 2025-%24). **Bu azalış tüketici kredileri bileşenlerinden ihtiyaç kredisi yoğunluklu kredi kullanımına işaret etmekle birlikte konut kredisi kullanımının düşük olmasının ana nedenlerinden biri, Türkiye’de konut kredisi faiz oranlarının bankadan bankaya değişmekle birlikte yıllık %40 – %55 düzeylerinde (aylık %3,0 – %4,0) yüksek bileşik maliyettir.**

Özetle son yıllarda yaşanan yüksek enflasyon, konut fiyat endeksinin yüksekliği, kiracılık oranı ipotekli ve ikinci el satışlarda artış göstergeleri, ve 2023 Kahramanmaraş Depremleri, Türkiye’de önemli bir konut arzı gerekliliğini ortaya koymaktadır. Bunun yanında kira tutarlarındaki fahiş artışlar, dezenflasyon sürecine darbe vurmak yanında, özellikle sabit gelirli bireyler olmak üzere toplumun önemli bir kesimi için geçim sıkıntısına hatta sosyal problemlere yol açmaktadır. Yaşanan bu olumsuz tabloya bir çözüm olarak lanse edilerek, 14 Ağustos 2025’de Borsa İstanbul’da alım satım süreci başlayan Gayrimenkul Sertifikası uygulaması için uygun bir zeminin var olduğunu ifade edilse de, uygulamada yaşanması muhtemel yapısal sorunlara dikkat çekmenin önemli olduğu düşünülmektedir.

3. GAYRİMENKUL SERTİFİKASI NEDİR VE NASIL İŞLER?

Gayrimenkul sertifikası, metrekare bazlı payları temsil eden ve BIST’te hisse senedi gibi işlem gören bir menkul kıymet olarak temelinde “böl, parçala ve sat” mantığına dayanan bir finansman metodu olup, büyük bir varlığı, küçük parçalara ayırarak satma anlayışına dayanmaktadır. İnşaat sektöründe **nakit** akışının zorlaştığı, satışların yavaşladığı ve konuta erişilebilirliğin düştüğü dönemlerde şirketlerin

finansal stresini hafifletmek ve “nefes almasını sağlamak” için bir likidite aracı olarak devreye sokulan bir araçtır.

Sistem, küçük birikim sahiplerini hedefleyerek çalışmaktadır; Örneğin bugünkü değeri 5 milyon TL olan bir daire, 1 milyon parçaya bölünebilir ve her bir sertifika 5 lira değerinde olabilir. Konutun piyasa değeri arttığında sertifikanın değeri de buna paralel olarak artış gösterebileceği gibi piyasa mekanizması içinde konutun piyasa değeri ve sertifikanın değerinin düşme olasılığı da söz konusudur.

3.1. Emlak Konut Gyo’nun Gayrimenkul Sertifikası Projesi: Damla Kent

Emlak Konut’un İstanbul Başakşehir’deki Damla Kent projesi, gayrimenkul sertifikası modelinin **2017 tarihli Park Mavera deneyiminden** sonraki ilk büyük ölçekli ve revize edilmiş uygulamasıdır.

Borsa İstanbul’daki ön talep verileri Çevre, Şehircilik ve İklim Değişikliği Bakanlığı koordinasyonunda TOKİ ve Emlak Konut GYO güvencesiyle hayata geçirilen gayrimenkul sertifikası modeli olan Damla Kent projesinin halka arzı, 767 bin 144 kişinin katılımıyla sabit fiyatla talep toplama yöntemiyle 4-8 Ağustos 2025 tarihleri arasında tamamlanmıştır.

Projeye hedeflenenin yaklaşık 2 katı (1,87) talep olmuş, ihracı hedeflenen 14,6 milyar TL değerindeki sertifikalara, 27,3 milyar TL tutarında talep gelmiştir. Bunun üzerine **ek satış olanağı da kullanılarak 21,4 milyar TL’lik satış yapılmıştır**

Halka arzda, **1 adet gayrimenkul sertifikasının fiyatı 7,59 TL** olarak belirlenirken, başlangıçta halka arz edilen 1.923.481.773 adet sertifikaya ek olarak 897.111.722 adet ek satış yapıldı. **Böylece toplamda 2.820.593.495 adet gayrimenkul sertifikasının tamamı satılmıştır.**

Gayrimenkul Sertifikası ile satışa sunulan Damla Kent Projesi kapsamında İstanbul Başakşehir’de, 1 milyon 257 bin 629 metrekarelik inşaat alanında, **5 etapta toplam Proje kapsamında 5.325 adet konut, 118 adet ticari birim ve 126 adet ofis olmak üzere toplam 5.569 adet bağımsız bölümün inşa edilmesi öngörülmektedir.** İlk halka arzda, toplam talebin yüzde 78’i karşılanmış, projenin A etabındaki 1.540 konuta ek B etap olarak 674 konutun daha satışı gerçekleştirilmiştir. **İki etaptaki toplam 2 bin 214 bağımsız bölümün (175 adet 1+1, 1.076 adet 2+1, 758 adet 3+1 ve 205 adet 4+1 daire) yakın zamanda temellerinin atılarak inşaatına başlanacağı bildirilmektedir.** Proje 3 Eylül 2029’da sonlandırılacaktır

Halka arz edilen Gayrimenkul Sertifikaları, Borsa İstanbul Pay Piyasası Yapılandırılmış Ürünler ve Fon Pazarı’nda “DMLKT.G” işlem koduyla 14 Ağustos 2025 tarihinden itibaren 7.59 TL’den işlem görmeye başlamıştır. Borsa fiyatı, 21.08.2025 tarihi itibarıyla değeri 6.88 TL civarında seyreliyor.



Şekil-5: DAMLAKT.G FİYAT SEYRİ (14.08.2025-19.08.2025)

Kaynak: <https://borsa.doviz.com/hisseler/dmlktg-emlak-konut-damla-kent-gms>

İlgili veriler GS'lara yüksek talep olduğunu göstermiş olsada, 7,59 TL'den talep edilen bir menkul kıymetin işleme girdikten sonar fiyatının takip eden günlerde fiyatının sürekli düşüyor olması; talep fiyatının doğru tahmin edilmediği, talep toplama sürecinde manipülatif işlemlerin meydana geldiği ve sermaye kazancı beklentisi olan yatırımcılar için uygun bir yatırım aracı olmadığını göstermektedir. İşlem sürecinde GS alımını, piyasa yapıcı olan Halk Yatırım'ın önemli bir alıcı olması ve Halk, Ziraat ve Vakıfbankın kamu yatırım kurumu olarak toplam 2,82 milyar lotun, 1,8 milyardan fazla lota sahip olması piyasa fiyatı için etkin bir ortam sunmamaktadır. Bu durum bireysel yatırımcı ve konut edinme düşüncesindeki bireylerin projeden beklentilerinin olumlu olmadığını bir göstergesi olarak değerlendirilebilir. Borsa İstanbul'da Halka Arz süreçlerinde yaşanan fiyat rallileri ile karşılaştırıldığında da, aslında talep çok yüksek, yatırımcılar fazlasıyla ilgi gösterdiği söylemlerinin doğruyu yansıtmadığı söylemek mümkündür. Ayrıca, TCMB konut fiyat endeksinin sürekli olarak artış gösterdiği bir ortamda, sertifika fiyatının talep fiyatının altında işlem görüyor olması başlangıç fiyatlarının doğru bir şekilde hesaplanmadığını veya teslim tarihi sonunda yeteri kadar getiri sağlayamayacağı yönünde de değerlendirilebilir.

Gayrimenkul sertifikaları genel olarak 1 m² için fiyatlandırılmakta olmasına rağmen, ilgili projede 1/10.185 m² (en düşük fiyatlı konut için= 631.516 adet /62 m²=10.185 adet) ye bir sertifika çıkarılmış olması ve sertifikanın riskleri bölümünde belirtildiği üzere en düşük fiyatlı daireye sahip olabilmek için aylık ortalama 133.144 TL tutarında sertifika alınması zorunluluğu dikkate alındığında, ilgili proje için çıkarılan GS kamu tarafından ilan edildiği gibi düşük ve orta gelirli birey ve aileler için uygun olmayan bir finansman yöntemidir. Bu durum sonucu piyasaya yeterince yatırımcının gelmemesi, piyasada fiyatın etkin bir şekilde oluşmasını engelleyecek önemli eksiklik olarak göze çarpmaktadır.

Projede 1+1’den 4+1’e kadar çeşitli daire tipleri bulunuyor. Her dairenin metrekare fiyatı, cephesi, katı ve şerefiyesi gibi faktörlere göre sertifika adedi değişkenlik göstermek kaydıyla Tablo 3’teki gibidir.

Tablo 3: Damlakent Projesi Konut Özellikleri

Brüt Büyüklük	Gerekli Sertifika Adedi	Halka Arz Fiyatı (7.59 TL/birim)
1+1 62 m ²	631.516	4.793.206 TL
2+1 88 m ²	863.276	6.552.265 TL
3+1 144 m ²	1.384.916	10.511.512 TL
4+1 194 m ²	1.833.345	13.915.089 TL

3.2. Sertifika Sahiplerine Sunulan Alternatif Kazanç Modelleri

Asli Edim: Yatırımcı, belirli bir daireye sahip olmak için yeterli sayıda sertifika biriktirdiğinde (örneğin 1 milyon adet), bu sertifikaları ihraç eden şirkete vererek doğrudan konutun tapusunu alabilir. Daml Kent projesinde **brüt 62 m² 1+1 daire için 631.516 adet sertifika biriktirmek gerekiyor. Bu, halka arz fiyatı olan 7.59 TL üzerinden yaklaşık 4.79 milyon TL’ye tekabül ediyor.**

Tali Edim: Konut sahibi olmak için yeterli sertifika biriktirilemediğinde veya yatırımcı konut almayı tercih etmediğinde, proje sonunda açık artırma ile satılan konutların gelirinden, sahip olunan sertifika oranında pay alınır. Bu durumda, satılamayan konutlar için **TOKİ’nin ekspertiz bedelinin yüzde 80’i oranında alım garantisi bulunuyor.**

Borsada Alım-Satım: Sertifikalar, Borsa İstanbul’da alınıp satılarak, fiyat farkı üzerinden kazanç elde etme imkanı sunar. Kazanca konu proje takvimi aşağıdadır.

Tablo 4: PROJE TAKVİMİ

TARİH	İŞLEM	AÇIKLAMA
14 Ağustos 2025	Borsada İşlem Görme	Sertifikaların Borsada İşlem Görmeye Başlaması
12 Şubat 2026	Asli Edim Kullanım Süresi Başlangıcı	Temel Yükümlülüklerin Yerine Getirilmeye Başlandığı Tarih
11 Ağustos 2028	Asli Edim Kullanım Süresi Bitişi	Temel Yükümlülüklerin Tamamlanması Gereken Son Tarih
14 Ağustos 2028	Tali Edim İfa Süresi Başlangıcı	İkincil Yükümlülüklerin Yerine Getirilmeye Başlandığı Tarih
9 Şubat 2029	Proje Bitiş Tarihi	Sertifika Projesinin Tamamlanması
10 Temmuz 2029	Edim Değişikliği Son Tarih	Yükümlülük Değişikliği Talebinde Bulunulabilecek Son Tarih
3 Ağustos 2029	Borsada Son İşlem Tarihi	Sertifikaların Borsada İşlem Gördüğü Son Tarih
7 Ağustos 2029	Tali Edim İfa Süresi Bitişi	İkinci Yükümlülüklerin Tamamlanması Gereken Son Tarih
10 Ağustos 2029	Asli Edim İfa Süresi Sonu	Tüm Temel Yükümlülüklerin Nihai Olarak Sonlandığı Son Tarih

3.3. Gayrimenkul Sertifikasi Modelinin Barındırdığı Olası Riskler

Yetersiz Proje Çeşitliliği: Şu ana dek sadece TOKİ projelerinde sınırlı sayıda uygulanmıştır.

Getiri Belirsizliği: Sertifika sahiplerine sağlanacak nihai faydanın (örneğin hangi daireye karşılık geldiği) belirsiz olması yatırımcıyı caydırmaktadır.

Finansal Okuryazarlık Eksikliği: Hanehalkının bu tür araçlara aşinalığının düşük olması nedeniyle katılım sınırlı kalabilir.

Düşük Ölçek Etkisi: Toplanan fon hacmi genellikle projeyi tamamlamaya yeterli olmayabilir.

Modelin Dar Gelirli İçin Gerçekçiliği; Küçük bir hesapla projenin ne kadar gerçekçi olup olmadığı görülebilir; proje süresi olarak belirlenen **3 yıllık süre içinde 1+1 (62 metrekare) ev sahibi olmak isteyen bir vatandaşın her ay ortalama 17 bin 542 adet sertifika alması (631.516 adet/36 ay), yani yaklaşık 133.144 TL yatırması (7.59 * 17.542) gerekiyor.** Bu haliyle **model, barınma gibi temel bir hak üzerinden vatandaşın küçük tasarruflarını büyük inşaat firmalarına erken finansman olarak aktarma mekanizmasını** akla getiriyor.

Likidite ve Fiyat Volatilitesi: Gayrimenkul sertifikaları, likiditasyon amaçlı varlıklardır. Borsada işlem gören sertifikaların değeri, piyasa mekanizması ve yatırımcı psikolojisine bağlı olarak dalgalanabilir. Sertifika sahipleri için sertifikalar Borsa İstanbul’da işlem gördüğünden fiyatların piyasa mekanizmasına bağlı olarak dalgalanma göstermesi durumunda (volatilité) yüksek riskli bir yatırım modeli sözkonusu olacaktır. Konut piyasasında düşüş olmasa bile, BIST’teki paniğe kapılan kitle satışa yönelebilir. Bu durumda sertifikalara olan talep düşer, yatırımcılar sertifikalarını elden çıkarmakta güçlük çekebilir veya zararına satmak zorunda kalabilir.

Şirketlerin Piyasa Katılımcısı Olabilmesi: Modelde şirketlerin sertifika alımına izahname aracılığıyla izin verilmiştir. Şirketlerin büyük miktarlarda sertifika alımı yapabilmesi, ikincil piyasada fiyat manipülasyonuna zemin hazırlayabilir ve özellikle Borsa İstanbul gibi sığ bir piyasada sistem küçük yatırımcıların aleyhine işleyebilir. Ek olarak projedeki ticari alanların halka arz dışında tutulması da şeffaflık ve yatırımcıya sunulan fırsatlar açısından soru işaretleri taşımaktadır.

Vergilendirmede Stopaj Mekanizması ve Enflasyon Etkisi: Borsa İstanbul’da sertifika alım satımından elde edilen kazançlar için %0 stopaj uygulanırken, tali edim kapsamında elde edilen nakit payları %10 oranında stopaja tabi tutulup, asli edim, yani yeterli sertifika biriktirerek konut tapusu alma söz konusu olduğunda ise, Gelir Vergisi Kanunu’na göre stopaja tabi olmasına rağmen, tıpkı doğrudan gayrimenkul alımında olduğu gibi 5 yıllık elde tutma süresi sonunda hukuken vergi istisnası söz konusudur. Ayrıca, asli edimde “nevi değiştirme” yani varlığın niteliğinin değişmesi nedeniyle KDV istisnası da söz konusudur. Ancak, sertifikanın sermaye piyasası aracı olması nedeniyle sertifika kârları enflasyona göre endekslenmeyip nominal kazanç üzerinden vergi alınması riski sözkonusudur. Bu durum, yüksek enflasyon ortamlarında yatırımcının reel getirisinin vergi nedeniyle erimesine yol açabilir.

Finansal Aracın Kullanımında Motivasyon Farklılığı; Bu finansal araç yoluyla ev olmak isteyen dar gelirli vatandaşın motivasyonu fiyatın düşmesi, fiyat hareketlerinden faydalanarak

kazanç elde etmek isteyen yatırımcının motivasyonu ise fiyatın çıkması yönünde olacağından, farklı motivasyondaki iki ayrı grubun aynı yatırım ortamında işlem yapması çıkar çatışmasına neden olabilecek, bu çıkar çatışması sözkonusu finansal aracı manipülasyona açık hale getirebilecektir.

Yönetmelik Kısıtları: İzahnamede süre sonunda satılamayan konutların TOKİ tarafından minimum % 80 bedelle alınacağı belirtilse de, SPK'nın 2013 tarihli Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği'nin 8. Maddesinin 2017'de düzenlenen e maddesinde belirtilen hüküm gereği, fiyatların piyasada oluşmaması veya sağlıklı olması durumunda, borsadaki son üç aylık ağırlıklı ortalama fiyatı esas alınmalıdır. Bu durum yatırımcının beklediği getiriden olumsuz yönde farklılaşabilir. Bu durum projenin sonlanmasına doğru TOKİ alımı ihtimali sebebiyle orataya çıkacak % 20'lik düşük fiyat farkından (zararından) kaçınmak isteyecek olan yatırımcıların psikolojik olarak portföylerindeki gayrimenkul sertifikalarını satış eğilimi oluşturarak fiyatların düşmesine sebep olacaktır.

Emlak Konut GYO ve TOKİ güvencesi açısından yatırımcı güveni sağlanmasına rağmen modelin doğasından kaynaklanan “inşaat ve yüklenici riski, piyasa volatilitesi, likidite sorunu ve manipülasyon riski” gibi temel riskler göz ardı edilemeyecek önemdedir.

3.4. Geçmiş Türkiye Deneyimi: 2017 Park Maveria III Projesi

Türkiye’de ilk kez 1989 yılında konut sertifikaları Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi (yeni adıyla TOKİ) tarafından İstanbul Halkalı Toplu Konutları için çıkarılmıştır. Benzer uygulama, 1996 yılında İstanbul’da Ataşehir bölgesinde gerçekleştirilen konut projesi kapsamında Türkiye Emlak Bankası tarafından gerçekleştirilmiştir.

Türkiye’de gayrimenkul sertifikası formunda ise ilk kez 2017’de **Park Maveria III Projesi** aracılığıyla uygulanmıştır. TOKİ ve Kiptaş iş birliğiyle İstanbul Esenler’deki bir kentsel dönüşüm projesinde halka arz edilen sertifikalar, yatırımcılara proje tamamlandığında daire alabilme veya sertifikalarını Borsa İstanbul’da (BIST) nakde çevirebilme imkânı tanımıştır.

Proje kapsamında ihraç edilen 3.37 milyon sertifika ile 143 milyon TL toplanmış olsa da, kısa süre sonra sertifikaların piyasa fiyatı nominal değerinin altına düşmüş, bu nedenle beklenen “sertifika ile konut edinme” talebi çok sınırlı kalmış, günlük işlem hacmi kimi zaman 50 bin liranın altına düşmüş, küçük yatırımcılar sertifikalarını satacak alıcı bulmakta zorlanmıştır. Maveria projesi, likidite sorunu (Borsa’da işlem hacmi çok düşük kaldı), yatırımcı güveninin sınırlı olması (proje riski, fiyat belirsizliği), tanıtım eksikliği ve düşük finansal okuryazarlık, alternatif yatırım araçlarının cazibesi (mevduat, döviz, altın),

devamlılık sorunu (ilk denemeden sonra yeni projelere uyarlanamadı) nedenlerine bağılı olarak uzmanlar tarafından “başarısız” olarak değerlendirilmiş bir girişimdir.

Bu projede, sertifika fiyatları 3 yılda sadece %27 artışla (42,50 TL’den 54,25 TL’ye) beklentilerin altında kalmış ve sistem uzun yıllar tekrar gündeme gelmemiştir. Damla Kent’in 21 milyar TL’lik çok daha büyük bir arz tutarı dikkate alınırsa, alıcı kitlesinin aynı hızla büyümemesi durumunda likidite sorununun katlanarak artması hesaba katılmalıdır.

3.5. Dünyada Gayrimenkul Sertifikası Uygulamaları

Tablo 5: Gayrimenkul Sertifikası Uygulama Örnekleri

Ülke	Uygulama Türü	Öne Çıkan Özellikler	Türkiye ile Farkı
ABD	REITs	Yüksek likidite, düzenli temettü ödemesi, vergi avantajları	Kurumsal yapı, yüksek likidite
Singapur	S-REITs	Devlet destekli, vergi avantajlı, yabancı yatırımcıya açık	Vergi avantajı ve teşvikler
Dubai	Tokenize Sertifikalar	Blockchain tabanlı, küçük yatırımcıya erişim	Teknoloji ve şeffaflık güçlü
Almanya	Pfandbriefe	Gayrimenkul teminatlı tahviller, banka güvenceli	Düşük risk, yüksek güven

ABD Örneği; Real Estate Investment Trusts (REITs) Modeli, GYO’ya benzer yapılarla küçük yatırımcıların ticari ve konut amaçlı taşınmazlara ortak olmasını sağlar. **Modelin Avantajı,** yüksek likidite, düzenli temettü ödemesi ve vergi avantajlarıdır. Model **Türkiye için uyarlandığında,** gayrimenkul yatırım ortaklıklarının daha küçük ölçekli, bölgesel ve düşük giriş maliyetli versiyonlarıyla tabana yayılması sağlanabilir.

Almanya Örneği; Baugruppen (Yapı Grupları) örneğinde model, vatandaşların bir araya gelip kooperatif mantığıyla kendi konut projelerini birlikte finanse etmesini içermektedir. Modelin avantajı, katılımcılar maliyeti düşürürken, proje tasarımında söz sahibi olur. **Türkiye için uyarlandığında,** büyükşehirlerde belediyeler öncülüğünde dijital platformlar aracılığıyla “kentsel yapı kolektifleri” kurulabilir.

İngiltere Örneği; Shared Ownership (Ortak Mülkiyet) Modeli, kiracıların evin belirli bir yüzdesine sahip olması ve zamanla bu payı artırması temeline dayanmaktadır. Modelin avantajı ilk ev alım maliyetini azaltır, düşük gelir gruplarına konut erişimi sağlar. **Türkiye için uyarlandığında,** TOKİ benzeri kurumlarca, %25-50 oranında başlangıç mülkiyeti sunan modeller pilot olarak uygulanabilir.

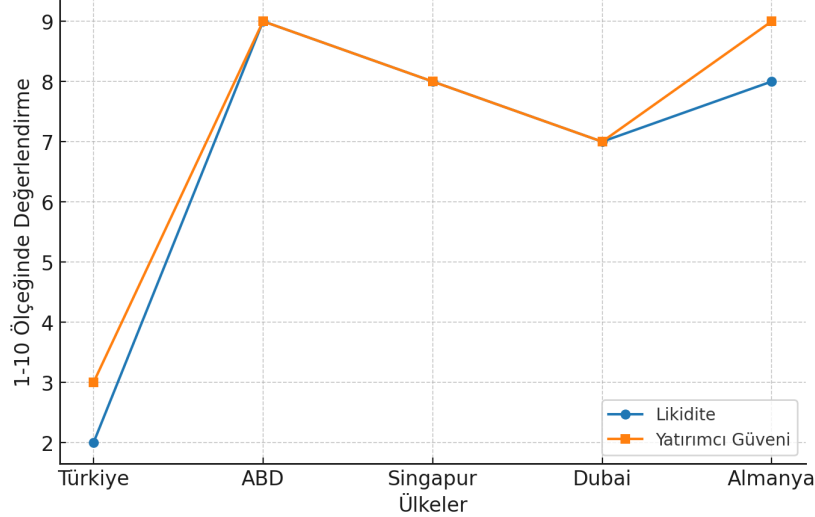
Japonya Örneği; REIT ve Deprem Fonları Entegrasyonu; Model, deprem riski altındaki bölgelerde devlet destekli konut GYO’ları ile felaket sonrası yeniden inşa finansmanı sağlanır.

Modelin Avantajı, afet sonrası hızlı kaynak mobilizasyonu sağlayabilme imkanıdır. **Türkiye için uyarlandığında**, “Afet Dayanıklılığı GYO” yapıları kurulabilir; bu yapıların sertifikaları bireylere ve kurumsal yatırımcılara sunulabilir.

Hollanda Örneği; Konut Tahvilleri (Housing Bonds) Modeli; Belediyelerin veya konut ajanslarının sosyal konut projeleri için sabit getirili tahvil ihraç etmesi içeriklidir. Modelin avantajı, sabit gelirli bireyler için düşük riskli yatırım imkânı sunmasıdır. **Türkiye için uyarlandığında**, deprem bölgesi özelinde il bazlı “Yeniden Yapılandırma Tahvilleri” geliştirilebilir.

Aşağıdaki grafik, Türkiye ile dünyadaki örneklerin **yatırımcı güveni ve likidite** açısından karşılaştırmasını varsayımsal bir ölçek üzerinden göstermektedir.

Gayrimenkul Sertifikaları / Benzer Araçlarda Likidite ve Güven Karşılaştırması



Şekil 6: Gayrimenkul Sertifikası Uygulamaları Dünya-Türkiye Karşılaştırması

Resmî, ölçülmüş bir endekse dayanmayan bu gösterimde mevcut raporlardan ve piyasa pratiklerinden çıkarılan **niteliksel gözlemler** (örneğin: ABD REIT piyasası çok likit, Türkiye sertifikaları neredeyse işlem görmüyor) sayısallaştırılarak **1–10 arası bir ölçeğe dönüştürüldü**. **Likidite için:** Borsada işlem hacmi, yatırımcı tabanı genişliği, ikincil piyasa derinliği gibi göstergelerden türetilmiş bir **göreceli puan**. **Yatırımcı güveni için:** Düzenleyici çerçeve, şeffaflık, geçmiş performans, risk dağıtımı gibi kriterlerin **niteliksel değerlendirmeye dayalı puanı** oluşturuldu (**Türkiye** → likidite = düşük (2/10), güven = sınırlı (3/10) **ABD REITs** → likidite = çok yüksek (9/10), güven = çok yüksek (9/10) **Singapur REITs** → güçlü (8/10, 8/10) **Dubai tokenizasyon** → teknoloji/yenilik cazip ama daha sınırlı taban (7/10, 7/10) **Almanya Pfandbriefe** → bankacılık güvencesiyle çok güvenli (8/10, 9/10)

SONUÇ: Sorunlu Alanlar ve Anahtar Parti Önerileri

Konut finansmanında menkul kıymetleştirme ve kolektif yatırım yaklaşımları, birçok ülkede başarıyla uygulanmaktadır. Ancak kritik noktalar yatırımcı güveni ve likidite sorunudur.

Mevcut ekonomik ve demografik dinamikler, **konut piyasasında alternatif finansman modellerinin gerekliliğini ortaya koymaktadır**. Gayrimenkul sertifikası teorik olarak bu

ihtiyaca cevap verebilse de, uygulamada yeterli yaygınlık ve güven ortamı ve bunlara bağlı olarak sorunlu piyasa işleyişi ile Türkiye'nin yakın dönemde izlediği yanlış ekonomik politikalarından kaynaklı birikimli makro ekonomik kısıtları dikkate alındığında uygulamanın özellikle düşük gelirli kesimleri ev sahibi yapabileceğine yönelik önemli soru işaretleri söz konusudur. Özellikle büyükşehirlerde yüksek konut fiyatları ve artan kiracı oranları dikkate alındığında, sistemin yeniden yapılandırılarak DAR GELİRLİ LEHİNE (yatırımcı dostu) düzenlenmesi önem arz etmektedir.

Bu çerçevede **Damlakent projesinde mevcut haliyle ortaya çıkacak muhtemel sorunlar;**

1. Sertifika sahipliğinin yoğunluklu olarak kamu yatırım bankalarında yoğunlaşması, serbest piyasada fiyat oluşumunun etkin olmamasına yol açacaktır.
2. Fiyatı kestirilemeyen bir konut alımı öngörüsü orta vadede ev sahibi olmak isteyen kesimin hayal kırıklığıyla sonuçlanabilir. Projenin yan amaçlarından birinin vatandaşı tasarrufa teşvik etmek, enflasyonun harcama yönlü yükselmesi nedeniyle harcama kültürünü değiştirmek olduğu varsayılsa dahi **en düşük ev sahipliği için aylık 133.400 TL'lik sertifika alımı planlaması, küçük tutarlarda tasarruf imkanının, sistemin erişilebilirlik özelliğini imkansızlaştırmaktadır.** Proje bitiminde tamamen kamusal kazanç ortaya çıkıp vatandaşın mağdur edilmesi muhtemeldir.
3. Algı operasyonu ile sertifika alımına yönlendirilen vatandaş, alternatif yatırım getirilerinden mahrum kalmış olacaktır.
4. TOKİ'nin kendi bünyesindeki ekspertiz uzmanlarına ekspertiz yaptırıp piyasadaki %80 değeri ile konutları satın alma garantisi vermesi, bir diğer yönüyle TOKİ'nin yapımı bitmiş konutları mevcut piyasa fiyatlarının %20 daha düşük değerine edinmesi anlamına gelecektir. Üstelik mevcut projedeki diğer bağımsız bölümlerin (iş merkezi, büro vb) sertifika uygulamasına dahil edilmemesi ve bu birimlerle ilgili nasıl bir tasarruf yapılacağı ile ilgili herhangi bir öngörü yapılmamıştır. Bu açıdan proje kamu aracılığıyla belirli gruplara rant aktarımı deemektir, dar gelirlinin de ciddi zarar görmesine yol açabilir.
5. Türkiye'de mevcut konut stoku ile ilgili kamu kurum ve kuruluşları verilerinin birbiri ile çelişiyor olması ülkede şeffaflığın olmadığına bir diğer göstergesi olarak dikkat çekmektedir.
6. Ülkede konut maliyet ve fiyatları balon denecek düzeylerde yükselmiştir. Bunların önüne geçebilmenin yöntemlerinden birisi konut arzını artırmak iken, konut arzı için de önemli problemlerin başında finansman gelmektedir. Konut finansmanında kullanılacak

aracın **gayrimenkul sertifikası olarak belirlenmesi prensip olarak yerinde olmakla birlikte sunulan aracın tasarımında ve erişilebilirliğinde önemli sorunlar** dikkat çekmektedir.

7. Kira çarpanı bakımından Türkiye ortalaması dikkate alındığında 20 yıllık bir geri dönüş süresine sahip olan proje, ev sahibi olmak isteyenler için değil ama gerekli sertifikayı edinebilecek mali güce sahip yatırımcılar için kârlı bir yatırım görüntüsü vermektedir. Bu yönüyle projede orta-yüksek gelir grubuna alternatif bir kazanç oluşturma motivasyonunun daha ön planda olduğu açık şekilde görülmektedir.
8. Projenin toplumun ihtiyaçlarına çözüm üretmek yerine tamamen toplum üzerinde bir algı oluşturmak, hükümetin konut edinme konusunda topluma katkı sağladığını ve bunun büyük bir beğeni/REKLAM ve talep oluşturduğunu vurgulamak üzerine bina edildiği görülmektedir.
9. Tıpkı KKM uygulamasında olduğu gibi geçmiş dönemde uygulanmış başarısız yöntemlerin yeni politikaymış gibi sunuluyor olması hem hükümetin sorunlara yönelik politika üretiminde zaafiyeti hem de sosyal kesimlerin barınma hakkı gibi temel bir hakkın da suistimal edileceği algısını güçlendirmektedir.

Yukarıda sunulan **temel sorunlara yönelik öneriler aşağıda özetlenmiştir.**

Ürün Tasarımı ve Erişilebilirlik Sorununa ANAHTAR PARTİ Çözümü;

- **Daha İnce Pay Yapısı;** Sertifika uygulamalarında genel yaklaşım olan “1 m² = 1 pay” kuralından uzaklaşıldığından sertifika birimini daha inceleştirip asgari alım adımının düşürülmesi, dar gelirliilerin erişimine kolaylık sağlar. Anahtar Parti iktidar olduğunda yatırımcılar üzerindeki aylık birikim baskısını azaltacaktır..
- **“Hedef Daire Sepeti”;** Yatırımcı seçtiği daireye kilitlenip aldığı her payın otomatik o daireye yazılmasını sağlayabilmeli, böylece tasarruf disiplini için davranışsal motivasyon sağlanacaktır.
- **Kademeli eşiğe bağlı “tamamlama kredisi”;** %25 / %50 / %75 eşiğinde kamu/özel bankalarla anlaşmalı olarak sertifika rehni yoluyla “tamamlama kredisi” uygulanmalıdır; örneğin %60’ı toplayan ilk-ev alıcılarına uygun maliyetli köprü finansmanı sağlanacaktır.
- **“Oturum Öncesi Kullanım”** (bitme derecesi %90’dan fazla ve tapusu hazır konutlar için kullanıcının daireyi kiralarak, ödediği kira bedelini konutun kalan satın alma fiyatına saydırabilir.

Likidite Eksikliği ve Fiyat Dalgalanması Çözümü;

- **Zorunlu çoklu piyasa yapıcılık;** En az iki bağımsız piyasa yapıcı (biri kamu dışı) ile sürekli çift yön kotasyon yöntemiyle alış-satış fiyatı ve minimum derinlik sağlanmalıdır.
- **Tahsis ve pozisyon limitleri;** Halka arzda küçük yatırımcının önceliğini korumak için banka, fon veya şirketlerin toplam arzın %20'sinden fazlasını alamaması, ihraççıyla bağlantılı şirketlerin büyük pay alamaması, kamu bankalarının toplam payının %25'ten fazla olmaması gibi sınırlandırmalara gidilecektir.
- **Çağrı Seansı:** Borsa, özellikle yeni kote olmuş ürünlerde “gün içi sürekli işlem” yerine belirli aralıklarla (örneğin 2 saatte bir) emirleri toplayıp tek fiyattan eşleştirme yapar. Ani fiyat dalgalanmalarını (gap riskini) engellemek üzere sertifikalar için çağrı seansı uygulaması kullanılacaktır.

Yatırımcının Korunması ve şeffaflık sorununa çözüm; Yatırımcının projeye güvenmeyip, likiditenin düşmesi, ardından fiyatın düşerek beklentinin bozulması döngüsünün kırılması için inşaat finansmanında toplanan fonlar kamu bankalarına yatırılır ya da özel bir banka hesabında tutulması (escrow hesap) halinde başka amaçla kullanılması için kanuni düzenleme yapılması zorunluluktur. Müteahhitin, inşaat ilerledikçe belirlenen oranlarda bu hesaptan ödeme alması sağlanarak fonun etkin kullanılmasına özen gösterilecektir.

Vergi/Enflasyon Asimetrisi çözümünde; Sertifika kazançları nominal vergilendiğinden yüksek enflasyonda reel getiri erimektedir. Enflasyona endeksli vergi matrahı uygulamasıyla reel kazanç korunacaktır. Tali edimde stopaj oranının ilk-ev için %0'a indirilmesi sağlanacaktır. Sertifikaların rehin/teminat kullanımında damga vergisi ve BSMV muafiyeti getirilecektir.

Bütün bu önerilerin işlerlik kazanması Gayrimenkul sertifikalarının Borsa İstanbul'da daha yatırımcı güveninin olduğu şeffaf bir piyasa ortamında, likit ve yaygın şekilde işlem görebilmesinin sağlanmasına bağlıdır.

Uygulanan yanlış ekonomi politikalarıyla evdeki **üç odadan birini kaybeden, giderek yoksullaşan her vatandaş için** ilk evin anahtarı “**daha iyisi mümkündür**” iddiasını sürdüren ANAHTAR PARTİ'de...

Prof. Dr. Recep KÖK

Genel Başkan Yrd. ve Ekonomi Politikaları Başkanı