ORTAKLIĞA DAYALI İSLÂMÎ YAPILANDIRILMIŞ FINANSMAN ÜRÜNÜ: MUŞARAKA SUKUK

Mehmet Murat AKTAŞ[1]

ÖZ

Sukuk ihraçları, son dönemde sermaye ve finans piyasalarında hızla çoğalmaktadır. Sukuk, ihraç edildikten sonra eşit değerleri temsil eden; ihraç ile elde edilen tutarların önceden planlanmış şekilde yatırımda kullanıldığı; yapılan yatırım türüne göre duran varlıklar ve benzerleri üzerinde hak ve payların temsil edildiği bir projede ya da özel bir yatırım faaliyetinde ortaklık hakkı veren İslâmi easaslara uygun nitelikteki sertifikalar olarak tanımlanabilecektir. "The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions –AAOIFI" tarafından 14 farklı sukuk türü öngörülmüştür. Sukuk türleri, başta dayandıkları gelir getiren sözleşmeler olmak üzere çeşitli özellikleri ile birbirlerinden ayrılırlar. Muşaraka sukuk özel amaçlı kuruluşun (*special purpose vehicle*-SPV) nakdi sermaye, diğer ortakların ise kişisel emek veya ticari itibar haricinde sermaye koyduğu ortak girişimlerin (*joint venture*) finanse edildiği ortaklığa dayalı (*equity-based*) sukuk ihraçlarıdır. Bu sukuk türü, kar-zarar ortaklığına endeksli şekilde ortak girişim tesisi şeklinde çalışmaktadır. Joint-venture'dan farklı olarak buradaki ortaklık tüzel kişilik sahibi olabilecektir. Bu bildiride Musharaka sukukun (MS) bir İslâmi yapılandırılmış finansman yolu olarak genel özellik ve yapılandırılması ele alınacaktır.

Anahtar sözcükler: Hukuk, İslami Yapılandırılmış Finans, Sermaye Piyasası Hukuku, Menkul kıymetler, Muşaraka Sukuk

EQUITY-BASED ISLAMIC STRUCTURED FINANCIAL PRODUCT: MUSHARAKA SUKUK

ABSTRACT

Sukuk issuances is rapidly growing in worldwide capital and financial markets in last decade. Sukuk or "İslamic bonds" can be defined as certifcates of equal value representing undivided shares in ownership of tangible assets, usufruct and services or (in the ownership of) the assets of particular projects or special investment activity. Sukuk certificates evidence undivided ownership or investment in the assets which have compliance to Shariah and Shariah principles. The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions –AAOIFI has specified 14 categories of permissible sukuk type. The choice of sukuk structure type will depend on various factors, including the character of the underlying assets (income producing contract type), taxation and regulatory considerations, the targeted investor base. Musharaka sukuk is based on musharaka (partnership) arrangements. In its simplest form, a musharaka arrangement is a partnership arrangement between at least two parties. Eeach of the partners have to make a capital (cash or cash like) contribution to the musharaka/ partnership. Essentially, a musharaka is akin to an unincorporated joint venture. But, unlike joint-ventures it can take the form of a legal entity. The musharaka partners share the profits of the musharaka in pre-agreed proportions and share the losses of the musharaka in proportion to their initial capital investment. The purpose and scope of this paper is to explain general aspects of Musharaka sukuk and its structure as an İslamic structured financial product.

Keywords: Capital Market Law, Law, Islamic Structured Finance, Securities, Musharaka Sukuk
JEL Classification codes: K220 Business and Securities Law.

[1] Dumlupınar, Faculty of Economics & Administrative Science, Economics, Turkey, E-mail: mmurat.aktas@dpu.edu.tr, mehmetmurat2003@yahoo.com, maktas@law.ankara.edu.tr

I. Giriş

Bu makalenin amacı ve kapsamı, giderek önem kazanan İslâmî finansman[23] ve yatırım aracı niteliğini haiz sukuk menkul kıymetlerinin özel bir görünümü olan muşaraka sukukun (*musharaka/musyarakah/musharakah sukuk*) sukuk kavramı beraberinde islami esaslara dayalı sermaye piyasası hukuk perspektifinden ele alınmasıdır. Çalışmada sukukun Türk hukukundaki yansıması olan kira sertifikaları düzenlemelerine değinilmeyecektir.

Ii. Sukuk Kavrami

A. Tanim Ve Genel Özellikler

1. Tanım

Sukuk kavramı genel olarak İslâmi yatırım aracı niteliğini haiz faizsiz bono veya tahvilleri ifade etmektedir. Sukuk (صكوك)kelime olarak ise Arapca "sakk" (sak /الصك) yani "mal sahipliğini gösteren belge" veya "sertifika /senet/ çek" anlamına gelen kelimenin çoğul halde kullanımını karşılayan ve günümüzde İngilizceye de aynı şekilde yerleşen finansal terimdir[4].

Sukuk, eşit itibari değeri haiz olan ve dayanağı olan maddi veya maddi olmayan (*both tangible and intangible*) varlık[5](*asset*)[6], intifa hakkı, hizmet hakkı veya belirli projelerdeki yatırımlar veya özel yatırım işlermlerinin bütünü üzerinde mülkiyet hakkını temsil eden (yatıcımcının katılım payı oranında/*proportional to the investor's interest*) sertifikalar şeklinde tanımlanabilecektir[7]. Sukuk, serbestçe alım satımı yapılabilen, onaylı varlıklar üzerindeki sahiplik ve ticaret timelineki İslami kalımım sertifikalarıdır.

İslâmî finansman konusunda muhasebe ve fıkıh standartları yayınlayan uluslararası bir kuruluş olan İslâmi Finansal Kuruluşlar için Muhasebe ve Denetleme Organizasyonu

---

[2]İslâmî finansman, İslâm hukuku kural ve ilklerine göre etik ve hakkaniyete dayalı olarak yapılan finansmandır. İslâmi finansmanın iki temel prensibi bulunmaktadır: Sözleşmesel hakkaniyet ve sosyal adalet; caiz olmak, (**BALALA, Mahah-Hanaan.** (2011). Islamic Finance and Law, London and New York, s. 22, 23).

[3]İslâmi esaslara uygunluk bakımından şu temel esaslara dikkat edilmelidir: Faiz (*riba*) yasağı, dayanak varlıkların İslâm hukukuna uygun olması (helal olması), sözleşmesel belirsizlik-spekülatf risk (*gharar*) yasağı, gelirlerin bütünüyle spekülasyon veya şansa dayalı olma/kumar yasağı (*maysir*) ve sırf bir diğer tarafından zararından kaynaklı olma yasağı (*jahl*), stokçuluk/karaborsacılık (*hoarding*) yasağı ve gelir/kar garantisi veya kesinliğinin *(guaranteed or predetermined profit)* bulunmaması gerekliliği. Bu konularla ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. **BALALA**, s. 23 vd. ; **IQBAL, Zamir/ MİRAKHOR, Abbas.** (2011). An Introduction to Islamic Finance Theory and Practice, Second Edition, John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd. , Singapore,. s. X.

[4]**UMAR, Mohammed Idris** (1-3rd April 2008) Evaluation of Research Developments on the Islamic Securities (Sukuk), International Centre for Education in Islamic Finance Malaysia, The 7th International conference on Islamic Economics, King Abdul Aziz University Jeddah, s. 305 vd.; **BALALA,** s. 29-30 ;**SAFARI, M./ ARIFF, M./ MOHAMAD, S.** (2014). Sukuk Securities, New Ways of Debt Contracting, Wiley finance series, Singapore, , s. 14.

[5] "Varlık" ifadesi, menkul kıymetleştirme terminolojisine paralel olarak sukuk ihracının dayandığı bütün hak ve alacakları kapsamak üzere bir üst kavram olarak da kullanılmaktadır.

[6] Varlık (*asset*) kelimesi ile alacak ve ortaklık hakkı gibi gelir üretebilecek haklar içeren İslâmi esaslara uygun sözleşmeler ifade edilmektedir. Bunların temel özellikleri faiz (riba) hakkı/alacağı içermemeleridir.

[7] **Malaysian Debt Securities and Sukuk Market**, (2009) A Guide for Issuers and Investors, Bank Negara Malaysia and Securities Commission Malaysia Publication, Kuala Lumpur, s. 29, (http://www.sc.com.my/wp-content/uploads/eng/html/bondmkt/MalaysianDebtSecuritiesSukuk_2009.pdf adresinden 04.09.2016 tarihinde erişilmiştir).

(The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions – AAOIFI)[8] tarafından
kabul edilen[9] 17 no'lu şeriat (*sharia*) standartında[10] (*investment sukuk*) sukuk şu şekilde tanımlanmıştır: Sukuk, maddi varlıklar, intifa hakları ve hizmetlerinin bütünü üzerinde (katılım oranında) bölünmemiş sahiplik hakkını temsil eden veya belirli proje ve yatırım varıklarının bütünü üzerinde (katılım oranında) sahiplik hakkını[11] temsil eden, eşit nominal değeri haiz olan sertifikalardır[12].Bu standardın kabulü ile sukukun varlığa dayalı olması, hak ve borçların açık ve şeffaf olarak tespit edilmesi, menkul kıymetin gelirleri ile fonların kullanım amacının ilişkili olması,sukukun gerçek varlıklara dayalı olmasının zorunlun olması ve İslâmi esaslara uygun/helal sözleşmeye (*sharia compliant contract*) konu olması gerekliliği açıklığa kavuşturulmuştur[13].

Sukuk, sukuk düzenlemeleri ve ihraçları bakımından öncü ülke konumundaki Malezya'da Malezya Uluslararası İslâmi Finansman Merkezi (Malaysia International Islamic Financial Centre -MIFC) arafından tarafından da benzer bir şekilde yanımlanmıştır: SAC[14] tarafından İslâmi esaslara uygun olduğu kabuledilen varlıkların bütünü üzerinde mülkiyet hakkını veya yatırımı temsil eden eşit itibari değeri haiz sertifikalardır[15]. Bu tanım bakımından sukuk ihracında kullanılan dayanak varlık kapsamına kullanılan finansman veya yatırım sözleşmelerinin kapsamı sınırlandırılmıştır. Buna göre sukuk ihracında kullanılacak finansman veya yatırım sözleşmeleri şu esasları sağlamalıdır: SAC tarafından İslâmi/şer'i esaslara uygun olmalıdır; finansman veya yatırım sözleşmesi ilefinansman edinen taraf ile yatırımcı/finansör hiçbir şekilde sözleşmenin taraflarını oluştutmamalıdır[16]; yatırımcı veya finansörün olağan iş alanı, finansman/yatırım işleri olmamalıdır; yatırım/finansman sözleşmesi çerçevesinde borç senedi (emre muharrer senet-*promissory note*) düzenlenmemelidir.

---

[8] İslâmi finansman alanında standardizasyon çalışmaları yapılan diğer uluslararası organizasyonlardan bazıları şunlardır: Islamic Financial Services Board-IFSB, International Islamic Financial Market –IIFM, International Islamic Liquidity Management Corporation –IILM.

[9] AAOFI'nin sukuk tanımının yapıldığı 17 no'lu standart, ilk olarak 2003 senesinde kabul edilmiştir, (**BALALA**, s. 29-30).

[10] Burada belirtilecek olursa, Malezya Merkez Bankası da (Bank Negara Malaysia -BNM) de sukuk konusunda şer'i standartlar düzenleyen bir diğer önemli kuruluştur.

[11]Sukuk, dayanak varlığın bütünü üzerinde belirli süreli olarak bölünmemiş mülkiyet hakkını temsil etmektedir.

[12]http://www.global-İslâmic-finance.com/2009/10/sharia-standard-no-17-investment-sukuk.html. İslâmi Finansal Hizmetler Kurulu (Islamic Financial Services Board-IFSB) tarafından benzer sukuk tanımı yapılmıştır. IFSB'nin sukuk ve menkul kıymetleştirme ile ilgili diğer değerlendirmeleri için bkz. http://www.ifsb.org/standard/eng_%20IFSB-7%20Capital%20Adequacy%20Requirements%20for%20Sukuk,%20Securitasations%20and%20Real%20Estate%20investment%20(Jan2009).pdf).

[13] **BALALA**, s. 30-31. Güncelleştirilme aşamasında olan bu standardın 2009 senesindeki son hali için bkz. http://www.global-İslâmic-finance.com/2009/10/sharia-standard-no-17-investment-sukuk.html. Sukuk standardı ile ilgili 2008 senesinde AAOIFI tarafından getirilen ek şartlar ve açıklamalar için bkz. https://İslâmicbankers.files.wordpress.com/2008/09/aaoifi_sb_sukuk_feb2008_eng.pdf.

[14] The Shariah Advisory Council of Bank Negara Malaysia-SAC," Malezya Merkez Bankası (Bank Negara Malaysia) için İslâmi finansman konusunda tavsiyelerde bulunan kuruldur.

[15] http://www.islamicfinance.com.my/index.php?ch=ch_kc_definitions&pg=pg_kcdf_overview&ac=229.

[16] Melezya'da Capital Market Services Act 2007 ("muşaraka sukuk") sec. 258 gereğince borç senedi /tahvil ve sukuk ihraçlarında muşaraka sukuk "A division 4 of Part VI" çerçevesinde trust senedi (*trust deed*) hazırlanması ve yediemin/inanılan kuruluş (*trustee*) belirlenmesi zorunludur. Trustee olarak görev yapacak kuruluş, Trust Companies Act 1949 çerçevesinde kurulu olmalı veya Companies Act 1965 veya bir başka ülke hukuku çerçevesinde halka açık bir anonim şirket olmalıdır. Malezya'da yapılan sukuk ihraçlarında trust senedi sukuk ihracını temel hukuki belgesidir. Bu senette ihracın bütün çerçevesi, hüküm ve şartları belirlenmektedir. İhraççı SPV Sukuk ihraçlarında hazırlanan trust senetlerinde, kendisini de trustee olarak belirleyebilmektedir. Bu durumda SPV bu işlev bakımından kendisini için temsil etmek üzere, bu alanda uzman bir trust şirketine yetki verecektir.

Sukuk, Melezya Sermaye Piyasası Kurulu (Securities Commission Malaysia) tarafından da SAC tarafından kabul edilen şer'iesas ve ilkelere uygun varlıkların (varlıklar, intifa hakları, hizmetler, proje ve yatırımlar) bütünü üzerinde mülkiyet veya yatırımı temsil eden eşit itibari değere sahip sertifikalar olarak tanımlanmıştır[17].

2. Genel Özellikler

Sukuk, temelinde türüne göre farklılık arz eden ve İslâmi esaslara göre gelir üretme olanağı taşıyan bir varlık yer alır. Sukuk bakımından öncelikli olan temel husus, menkul kıymetin getirisinin dayalı olduğu gelir üretme potansiyeli olan varlığın (*asset*) İslâmi esaslara uygun olmasıdır.

Sukuk, finansal amaçlarla ihraç edilen menkul kıymetlerdir. Sukuk, dayanağı/temeli olan varlık havuzu veya alacak hakkı veya katılım üzerinde mülkiyet hakkını temsil etmektedir[18]. Sukuk dayanağı/temeli olan sözleşmelere göre farklı hukuki yapılar üzerinden ihraç edilebilmektedir.

Sukuk, teoride varlık temelli ve varlıkların getirilerine dayalı (*beneficial interest*) bir menkul kıymettir. Bununla birlikte uygulamada pek çok sukuk ihracında, onları tahvillere yakınlaştıran garanti veya önceden belirli oranda getir sağlanması[19]gibi sukukun ruhuna aykırı yapılar oluşturulmaktadır. Sukuk ihraçlarında yatırımcıları temerrüt gibi risklerden korumak üzere, İslâmî sigorta (tekâfül), üçüncü kişi garantileri ve ihraççının sağladığı gelir garantisi gibi iç ve dış güvenceler (*credit enhancements*) kullanılabilecektir. Kanımızca, anapara veya gelir garantisi veya sigortası, sukukun ruhuna uygun yöntemler değildir. Burada, kar veya olası zarara ortaklık şeklindeki temel anlayışın korunması ve buna uygun sukuk türlerinin ihracının yapılması yerinde olacaktır.

Sukuk temelinde yer alan sözleşmelere endeksli olarak, kâra veya kiraya[20] gelir ortaklığı, ortaklık temelli (*equity-based*[21]) gelir sağlayan bir senettir. Sukuk bir diğer formunda ise belirli bir yatırım üzerinde bölünmemiş bir mülkiyet hakkını (muşaraka veya mudaraba) temsil etmektedir[22].

Sukuk genel olarak 3-5 yıl vadeli olarak ihraç edilen menkul kıymetlerdir. Bununla birlikte son dönemde 30 ve 15 yıl vadeli ihraçlar da gerçekleştirilmiştir[23].

---

[17]https://www.sc.com.my/legislation-guidelines/sukuk/.

[18]**Malaysian Debt Securities and Sukuk Market**, s.4. Sukuk genel olarak dayanak varlık üzerinde mülkiyet hakkını temsil etmektedir. Bu mülkiyet hakkı, sukuk sahibinin elindeki sukuk katılımı oranında dayanak varlığın dönemsel ve satış gelirlerinden yararlanma hakkını da kapsamaktadır. Sukuk bazen ise doğrudan fiziki bir varlık üzerindeki mülkiyeti temsil etmek yerine varlığa dayalı bir sözleşmenin satışından/takasından (murabada ve istisna) kaynaklı gelir üzerindeki mülkiyeti de temsil edebilmektedir. Sukuk sahibine, dayanağı olan varlığın ürettiği nakit akımına yönelik talep hakkının daha ötesinde, o dayanak varlığın bütünü üzerinde, mülkiyet hakkı (oransal) tanımaktadır.

[19] Bu halde olası zarar ile getiri arası fark, kaynak kuruluş tarafından yüklenilmektedir.

[20]Sukukun aynı zamanda diğer sukuk türlerine kaynaklık eden temel görünümü, "sat-geri kirala-geri satın al" şeklinde işleyen olan "icara (kira) sukuk"tur.

[21] Bu ifade ile burada kar ve zarara ortaklığı (gelir riski) içeren ve geleneksel finansman yolları olan faize dayalı borç finansmanı (*debt financing*) dışındaki fiansnman yolları ifade edilmektedir (**BALALA**, s. 27).

[22]**Malaysian Debt Securities and Sukuk Market**, s. 4.

[23] 2013 senesinde "Saudi Electricity Company (SEC)" ilk 30 yıl vadeli uluslararası sukuk ihracını; Dubai devleti ise ilk 15 yıl vadeli sukuk ihracını 2014 senesinde gerçekleştirmiştir, (https://www.lw.com/thoughtLeadership/sukuk-year-in-review).

Sukuk yatırımcılar tarafından genellikle vade süresinde elde tutulmak üzere satın alınmaktadır.Bu özellik, sukukun ikincil piyasadaki fiyat istikrarı bakımından önemlidir.

B. Sukukun Hukuki Niteliği

1. Genel Olarak

Sukuk hukuki nitelik olarak olan menkul kıymet niteliğini haiz bir sermaye piyasası aracıdır. Sukuk işlevi bakımından bir borçlanma aracı olmakla birlikte sahibine sağladığı haklar bakımından klasik borçlanma araçlarından (tahvil) farklı özelliklere sahiptir. Sukuk uygulamada genel olarak İslâmi tahvil[24] olarak adlandırılmasına ragmen esasında tahvil niteliğinde olmayıp, daha çok varlığa dayalı menkul kıymetlere (*asset backed securities*-ABS) benzerlik arz eder. Sukukun hukuki nitelik olarak "İslâmi yatırım fonu sertifikası" (*Islamic investment trust certifcates*) veya İslâmi yatırım sertifikası (*Islamic investment certificate*) olarak nitelendirilmesi daha yerinde olacaktır[25].

Sukukun bütün tipleri temel olarak İslâmi esaslara uygun gelir getiren bir sözleşme ilişkisine dayanır. Tipik sukuk ihraç yapısında ise sukuk, dayandığı sözleşmelerden kaynaklı farklılıklar dışında üçlü bir ilişkiye dayanır. Bu üç taraflı ilişkinin taraflarışunlardır: Sukuk ihracı ile fon sağlamak isteyen "kaynak kuruluş" (*originator*)[26]; kaunak/sponsro kuruluşun sukuk ihracı için kullandığı ihraççı"özel amaçlı kuruluş/varlık kiralama şirketi" (*special purpose vehicle*-SPV)[27]ve ihraç edilen sukukları satın alan yatırımcılar[28].

Sukuk ihracı süreci, faizsiz varlıkların[29] İslâmî esaslara uygun şekilde bir nev'i menkul kıymetleştirilmesinin (*securitization*) gerçekleştirildiği[30] yapılandırılmış finansman modelidir. Sukukun varlığa dayalı menkul kıymetleştirme veya külli ticari işletme/ticaret menkul kıymetleştirmesi (*whole business securitization*) niteliğinde olduğu da ifade edilmektedir[31]. Sukukun yukarıda ele alındığı şekildeki ihraç yapısı, varlığa dayalı menkul kıymetleştirmelere[32]benzemektedir.Benzerliğin nedenleri ise her

---

[24] Sukuk, tahvil olarak adlandırılmakla birlikte isimlendirme dışında tahvil ile ciddi farklılıklara sahip bir araçtır.

[25] **BALALA**, s.29-30.

[26] Kaynak kuruluş (*originator*), sukukun dayanacağı alacağı ortaya çıkaran ona kaynaklık eden kuruluşu ifade eden teknik bir terimdir. İhraç edilen sukuk yapısına göre kaynak kuruluş "fon kullanıcısı" gibi farklı terimlerle de anılabilmektedir.

[27] Vergi avantajları nedeniyle Cayman adalarında kurulu SPV'ler kullanılabilmektedir, (**KUSUMA/SILVA,**, s. 18).

[28] **Handbook**, s. 4.

[29] Dayanak varlıklardan kaynaklı ve bunlarla ilişkili temel farklılıklar (faizli borç ilişkisi olma gibi) ile varlığa dayalı menkul kıymetler ve sukuk birbirinden ayrılırlar,(**BALALA**, s. 31-32, 46).

[30] **BALALA**, s. 29-30.

[31]**MCMILLEN, Michael,** Islamic Capital Markets: A Selective Introduction, http://whoswholegal.com/news/features/article/30640/İslâmic-capital-markets-selective-introduction/ adresinden 11.09.2016 tarihinde erişilmiştir.

[32]Menkul kıymetleştirme (*securitization*) teknik olarak, faizli varlıklara dayanan ve bilanço dışına gerçek satış ile varlık devrini öngören daha dar anlamı ifade eden teknik bir kavramdır. Menkul kıymetleştirme en genel anlamı ile likit olmayan (nakde çevrilme zorluğuna sahip) varlıkların menkul kıymetlere çevrilerek likidite kazanması ve/veya fon (finansman) sağlanması işlemi/süreci olarak tanımlanabilecektir. Menkul kıymetleştirme finansman metodu olarak ise finansman kuruluşunun borçludan varlık satın alarak bunlar karşılığında menkul kıymet ihraç etmesi ve ihraç geliri ile borçluya varlık satış bedeli yerine finansman sağlaması (borç vermesi) olarak ifade edilebilecektir. Menkul kıymetleştirme ile ihraç edilen menkul kıymetler genel olarak sahibine bir varlık (havuzu) üzerinde veya bir varlık havuzunun getirisi üzerinde hak sahipliği tanımaktadır. Biz bu makale kapsamında sukuku,

iki yapı da da ihraççı olarak SPV kullanılması ve menkul kıyemtlerin varlığa dayalı olması yer almaktadır.Sukuk ihraç sürecinin menkul kıymetleştirmeye benzerliği nedeniyle sukuk, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme ürünü menkul kıymetler olan varlığa dayalı menkul kıymetlerin (VDMK-*Asset backed securities*-ABS) İslâmî finansman alanındaki karşılığı olarak değerlendirilebilecektir.Bununla birlikte sukuk ihraçları kanımızca hem faiz dışı alacaklara dayanması hem de bütün sukuk türlerinde gerçek satış (*true sale*)[33] gibi nitelikleri sağlama zorunluluğu olmaması gibi yapısal nedenlerle teknik anlamda bir menkul kıymetleştirme değildir. Sukuk türleri bakımından yapılan varlığa dayalı (*assrt-backed*) ve varlık temelli (*asset-backed*) ayrımı bakımından menkul kıymetleştirmeye benzer nitelikte olanlar varşlığa dayalı olan ve gerçek satış içeren sukuk ihraçlarıdır. Sukuk, menkul kıymetleştirmeye benzer şekilde işlemekle birlikte İslâmî esaslara göre işleyen bir yapılandırılmış finansman *(structured finance*) sürecidir.

2. Varlığa dayalı ve varlık temelli sukuk ayrımı

Sukuk ilk ortaya çıktığı dönemde "ticaret veya varlık temelli" ve "pay veya katılım temelli" olarak kategorize edilmekteydi. Günümüzde ise sukuk menkul kıymetleri, bir borç taahhüdü içermeleri ve buna bağlı olarak tahvil benzeri bir yapıda olmaları ve tahvil benzeri bir borç taahhüdü içermeksizin doğrudan dayanak varlığın gelirlerine endeksli olmaları bakımından iki kategoriye ayrılmaktadır[34].

Sukuk menkul kıymetleri için yapılan iki kategorili ayrım, aslında sukukun ihraç edilme amacına göre yapılan, ticaret amaçlı veya ticaret finansmanı amaçlı sukuk (*trade-based*) ve katılım veya yatırım amaçlı sukuk (*participatory*) sınıflandırması ile de paraleldir[35].

Varlığa dayalı ve varlık temelli menkul kıymetler arasındaki temel farklılık, süreçte gerçek satış (*true sale*) [36] işleminin varlığı ve dayanak varlıktan kaynaklı risklerin

---

daha üst bir kavram olan yapılandırmış finansman dahilinde bir araç olarak değerlendirmekteyiz. Sukukun menkul kıymetleştirme teorisi dahilinde yapılandırılması ile ilgili olarak bkz. **BALALA**, s. 129 vd. ve özellikle 140 vd. .

Menkul kıymetleştirmenin (*securitization*) gerçek anlamını karşılayan ve bir bilanço dışı finansman yöntemi olan gerçek satışa dayalı menkul kıymetleştirme (*true-sale securitization*) şu temel öğelere dayanmaktadır: Genellikle faize dayalı öngörülebilir ve uzun vadeli gelir sağlayan varlıkların devir (satış) sözleşmesi; satılan bu varlıkların gelirlerinin menkul kıymet sahiplerine yapılacak geri ödemelere kaynaklık etmesi veya bir diğer ifadeyle menkul kıymetleştirilmesi ve satılan menkul kıymetlerin ikincil piyasada ticaretinin yapılabilmesi.

Menkul kıymetleştirme işlemleri ipoteğe (*mortgage-backed*) ve varlığa dayalı (*asset-backed)* menkul kıymetleştirmeler olarak iki grupta tasniflenmektedir. İpotekli alacaklara dayalı olarak yapılmayan her menkul kıymetleştirme varlığa dayalı menkul kıymetleştirme olarak değerlendirilir. Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme bazı hallerde bütün menkul kıymetleştirmeleri ifade eden bir üst kavram olarak da kullanılabilmektedir.

[33] Gerçek satış sukuk bakımından zorunlu unsur değildir. Burada, gerçek satışın gerekliliğine işaret eden "*asset-backed*" ifadesi yerine "*asset based*" ifadesinin kullanılmasının nedeni olarak gerçek satışın sukuk bakımından zorunlu olmaması gösterilmektedir, (**KUSUMA/SILVA**, s. 31). Gerçek satış kavramı ile ilgili açıklamalar aşağıda varlığa dayalı ve varlık temelli sukuk ayrımı kısmında yapılmıştır.

[34] **AFSHAR, Tahmoures A.** (February 2013) Compare and Contrast Sukuk (Islamic Bonds) with Conventional Bonds, Are they Compatible?,The Journal of Global Business Management, Volume 9, Number 1, s. 44 vd. .

[35] **HİDAYAT, Sutan Emir** (july 2013) A Comparative Analysis between Asset Based and Asset Backed Sukuk: Which One is More Shariah Compliant, International SAMANM Journal of Finance and Accounting , , Vol. 1, No. 2, s. 25.

[36] Menkul kıymetleştirme terminolojisinde gerçek satış, menkul kıymetleştirilecek varlığın, SPV'ye kesin olarak ve devredenin (kaynak kuruluş) devredilen varlık üzerinde hiçbir hukuki hakkı kalmayacak şekilde temlik (alacak satışı) edilmesini ifade eden bir kavramdır. Böylece devredilen varlık üzerinde sadece yatırımcıların hak sahibi olması sağlanır ve devreden kuruluşun (kaynak kuruluş) iflası ve daha sonradan temlik ile ilgili hukuki itirazları gibi etkenlerden (risk) yatırımcılar korunur. Gerçek satış kavramı kapsamında temlik edilen varlığın, devreden kuruluşa doğrudan veya dolaylı olarak geri temliki sonucunu

paylaşılıp paylaşılmadığı noktaları kaynaklıdır. Gerçek satış dayanak varlığın mülkiyeti, hakları ve borçlarının hukuken yatırımcılara devredilmesini gerekli kılan bir kavramdır. Gerçek satış ile yapılan bu devir genellikle, yatırımcıları temislen, SPV ve onu yöneten inanılana (*trustee*) yapılacaktır. SPV/trustee iflas korumalı[37] olarak yapılandırılmış bir kuruluştur.

a. Varlık temelli sukuk

İslami varlık temelli (*asset-based*) sukuk, dayanak varlıkların gerçek satışı işleminin bulunmadığı bir süreçte ihraç edilen, tahvil benzeri niteliği haiz, yatırım finansmanı amaçlı ve temerrüt riskinin yüksek olduğu ve kaynak kuruluş bakımından bilanço içi finansman nitelikli sukuktur. Bir diğer ifadeyle bu sukuk yapısı teminatsız tahvil ihracını taklit etmek üzere geliştirilmiştir. Burada dayanak varlıkların işlevi yatırımcıların talepleri için teminat olmaktır.
Burada kaynak kuruluş tarafından dayanak varlığın bir gerçek satış ile devri yerine sadece dayanak varlığın yararlanma mülkiyetinin (*beneficial ownership*[38]) sukuk yatırımcılarına devri söz konusudur. Bir diğer ifadeyle bu yapıda SPV'ye yapılan gerçek satış bulunmaz ve dayanak varlığın yasal mülkiyet hakkı (*legal ownership*) kaynak kuruluşta (ve bilançosunda) kalmaya devam eder[39]. Bu nedenle sukuk yatırımcıların dayanak varlık yerine sadece kaynak kuruluşa rücu hakları bulunur. Sukuk yatırımcılarına yapılacak ödemelerin kaynağıda dayanak varlık değil, kaynak kuruluşun nakit akımlarıdır[40]. Buradaki şeklen İslami kurallara uygunluk için yapılan satış işlemin sadece görünürde İslami olmasına neden olmaktadır[41].

Varlık temelli sukukun en tipik örneklerini murabaha, ijarah, salam ve istisna sukuk oluşturmaktadır[42]. Bu tür borç ilişkisindeki alacaklar bir havuzda bir araya getirilir ve bunların gelirlerine dayanılarak menkul kıymet ihraç edilir. Varlık temelli yapıda ihraççı öncelikle sukuk ihracından elde ettiği kaynaklar ile dayanak varlığı satın alır ve daha sonra ise bu varlığı sukuk yatırımcılarını temsilen yatırım, ticaret veya kiralama işlemi konusu yapar.

Bu yapı genellikle kaynak kuruluşun vade sonunda geri alım (iştira) taahhüdü ile bir malı önce satması daha sonra da kiralaması şeklinde işleyen *ijara* modelinde kullanılmaktadır. Bu yapıda geri satım ile elde edilen kira geliri sukuk sahiplerine aktarılacaktır. Burada dayanak varlık teminat olarak kullanılmadığı için temerrüt halinde sukuk sahiplerinin kaynak kuruluşa karşı olan alacağı teminatsız bir alacaktır.

---

doğuran temlik sözleşmeleri yapılamaz. Gerçek satış, menkul kıymetleştirme ile teminatlı kredileri birbirinden ayırmak üzere getirilen ve bilanço dışı (*off-balance sheet*) finansman sağlamak üzere getirilen bir standarttır, (http://vinodkothari.com/truesale/). Ayrıntılı bilgi için bkz. **KETTERING, Kenneth C.** (Ağustos 2008), True Sale of Receivables: A Purposive Analysis, American Bankruptcy Institute Law Review, Vol. 16 s. 511-562.

[37] SPV'nin İflas koruması, öncelikle SPV'nin kendisinin iflas edemeyecek ve öncelikle sukuk sahiplerinin üzerinde hak sahibi olacağı bir yapıda olmasını ifade eder. SPV'nin iflas koruması ayrıca kaynak kuruluşun olası iflas veya tasfiye nedeniyle SPV'nin malvarlığına başvurulamayacak olmasını da anlatmaktadır.

[38] Devir hakkı olmaksızın semerelerden yararlanmayı ifade eder.

[39] **HIDAYAT**, s. 25.

[40] **HIDAYAT**, s. 26.

[41] **HİDAYAT**, s. 27.

[42] **ABDUL AZİZ, Razi Pahlavi/GINTZBURGER Anne-Sophie** (September 2009) Equity -Based, Asset-Based and Asset-Backed Transactional Structures in Shari'a-Compliant Financing: Reflections on the Current Financial Crisis, Economic Papers: A journal of applied economics and policy, Volume 28, Issue 3, s. 270–278.

Varlık temelli sukuk sahibine dayanak varlığa başvuru hakkı vermemekte sadece ondan yararlanma hakkı vermektedir. Kaynak kuruluş burada yatırımcılara sadece ihraççı SPV'nin e yararlanma hakkı mülkiyetini devretmektedir. Ancak, İslami esaslara göre sukuk sahiplerine varlıkların devri gerekmektedir. Burada dayanak varlığa rücu imkanı olmaması nedeniyle, kaynak/sponsor kuruluşun güvenilirliği sukukun taşıdığı temerrüt riski bakımından önem kazanmaktadır.
Varlık temelli menklul kıymetler geliri dayanak borca ekli yükümlülüklerdeki finansal haklara bağlıdır.

Bu yapıdaki sukuk, borç satışı (ticareti) olması (*Ba'i al-Dayn*/بيع الدين) ve faiz yasağını dolanmak için yapılan çifte satış[43] (*Ba'i Al-'Inah*) içerebilmesi nedeniyle, İslami esaslara aykırı kabul edilmektedir[44]**.** Bu açık tespite ragmen sukuk ihraçlarının büyük çoğunluğu varlık temellidir[45]**.**

Muşaraka ve mudaraba gibi varlık temelli sukuk kategorisinde yer almakla birlikte kar-zarar ortaklığı temelli/dayalı (*equity-based*) olması nedeniyle diğerlerinden ayrılırlar. Muşaraka ve mudarabada kaynak kuruluş ve yatırımcı arasında gerçek satış işlemi bulunmaz. Ortaklık temelli/dayalı sukuk türlerinde gerçek satış bulunmamakla birlikte bir ortak yatırım işlemi bulunmaktadır. Kar-zarar oraklığına dayanan yapısı nedeniyle muşaraka ve mudaraba sukuk diğer varlık temelli sukuk yapılarından ayrılmaktadır. Bununla birlikte gelir garantisi içeren muşaraka-mudaraba ihraçları kar-zarar paylaşımı esasını ortadan kaldıracağı için İslami esaslara aykırı ve tahvil taklidi bir yapıda kabul edilecektir.

b. Varlığa dayalı sukuk

İslami varlığa dayalı (*asset-backed*) sukuk ise varlığa dayalı menkul kıymetlere benzer şekilde likit olamayan varlıkların likit menkul kıymetler ve nakde dönüştürülmesi sürecinde ihraç edlmektedir. Varlık temelli sukukun aksine burada temerrüt riski bulunmaz. Bunun nedeni tahvil benzeri bir borç taahhüdü yapısının olmaması ve dayanak varlıktan kaynaklı kar ve zarar riskinin paylaşılma esasının bulunmasıdır.

Bu yapıda dayanak varlıkların kuruluş tarafından gerçek satış ile devri kaynak ihraççı SPV'ye devri gerçekleştirilmektedir. Gerçek satış nedeniyle sukuk yatırımcıları dayanak varlığın SPV üzerinden tam anlamıyla maliki olmakta (devir hakkına da sahiptirler)[46]. Bu devir nedeniyle dayanak varlık kaynak kuruluşun bilançosunda çıkmaktadır. Dayanak varlıklar, maddi ve belirli varlıklar olabileceği gibi alacak hakkı[47] da olabilecektir. Burada sukuk yatırımcısı dayanak varlığa (yatırım veya maddi varlık) katılım yapmakta, ondan kaynaklı gelir riskine ortak olmaktadır. Bu nedenle sukuk sahibi beklenen geliri elde edemediği zaman kaynak kuruluşa bu eksiklik için rücü edemez. Varlığa dayalı sukuk sahibine alacak hakkından ziyade, hisse senedine benzer

[43] Kredi veren alacaklının önce bir mali yüksek bedelden borçluya satması, daha sonra ise sattığından düşük bedelden geri satın alması şeklinde ifade edilebilecek olan işlemdir. İlk satış ile ikinci satış arasındaki fark faiz olarak nitelendirilebilecektir.
[44] **HİDAYAT**, s. 27 vd. ; http://investment-and-finance.net/islamic-finance/questions/what-is-the-difference-between-asset-backed-sukuk-and-asset-based-sukuk.html;
http://www.iais.org.my/e/index.php/component/k2/item/105-asset-backed-vs-asset-based-sukuk.html.
[45] **HİDAYAT**, s. 28.
[46] **HIDAYAT**, s. 26-27.
[47] Alacak/borç ilişkisinin ticaret konusu yapılarak alınıp satılması İslami esaslara uygunluk tartışması nedeniyle Malezya piyasasında mümkün olabilmektedir

bir katılım, bir nev'i mülkiyet hakkı sağlamaktadır. Kar-zarar paylaşımı esası olması ve getiri garantisi olmaması bu yapıdaki araçları İslami esaslara uygun kılmaktadır.

Varlığa dayalı menkul kıymetlerin gelirleri ise doğrudan menkul kıymetleştirilen dayanak varlıkların gelirlerinden elde edilmektedir[48]. Varlık temelli olan sukuk tahvil benzeri bir yapıda olması nedeniyle temerrüt riskine sahipken, varlığa dayalı sukuk tahvil benzeri sabit bir gelir garantisi/taahhüdü içermemesi ve doğurdan dayanak varlığın olası gelirine endeksli getiri sağlaması ve iflas korumalı SPV kullanımı nedenleriyle temerrüt riski olmayan menkul kıymetlerdir[49]. Dayanak varlığktan kaynaklı risklerin sukuk yatırımcısına aktaruılmasına imkan verdiği ve tahvil yapısından uzaklaşılığı için İslami esaslara daha uygun bir ihraç yapısıdır.

c. Ayrımın temerrüt veya iflas halinde yatırımcıların dayanak varlıklar üzerindeki haklarına etkisi

Sukuk sahibi yatırımcının, kaynak kuruluşun iflası veya temerrütü nedeniyle ihraç belgelerinde öngörüldüğü şekilde ödeme alamaması halinde, doğrudan dayanak varlıklar (örneğin, ortak girişim) üzerinde tasarruf hakkı var mıdır? Sorusunun cevabı genel olarak tartışmalıdır. Yatırımcıların varlığa dayalı sukukta temerrüt halinde menkul kıyemtleştirmeye benzer şekilde dayanak varlıklara rücu edebileceği; varlık temelli menkul kıymetlerde ise kaynak kuruluşua rücu edebileceği ancak dayanak varlık üzerinde hakkı olmadığı belirtilmektedir[50].

Bu durum varlık temelli sukukta dayanak varlıkların teminat işlevli ve sukuk yatırımcısının bir nev'i finasnsör olmasından kaynaklıdır. Varlığa dayalı sukuk ise varlıktan kaynaklı risklerin devrini esas alır ve sukuk sahipleri aynı zamanda dayanak varlıkların da dolaylı malikidir. Bir diğer ifadeyle varlığa dayalı yapıda sukuk sahiplerinin dayanak varlıklar üzerinde dolaylı (SPV üzerinden) bir mülkiyet hakkı bulunmaktadır.

3. Geleneksel Tahvillerden Farkları

Yukarıda değinildiği üzere sukuk, tahvil niteliğinde olmayan,İslâmi esaslara uygun varlıklara dayalı ve İslâmi esaslara uygun getiri sağlayan menkul kıymetlerdir.Bunun nedeni tahvillerin ihraççısı için bir miktarı belilrli ve faiz alacağı da içeren bir borç[51] oluşturmasına ragmen sukukun halihazırda mevcut bir maddi (*tangible*) dayanak varlık (ijara, murabaha), yatırım (muşaraka), proje (istisna) veya işletme üzerinde mülkiyet hakkını temsil ediyor olmasıdır.

Sukuk, katılım oranı ile orantılı olarak dayanak varlık üzerinde temsil ettiği mülkiyet hakkı nedeniyle aynı zamanda dayanak varlığın gelirinden de pay alma hakkı temsil etmektedir[52]. Sukuk, geleneksel tahvillerden şu temel yönleri ile ayrılır: Borç senedi olamamak; borca değil varlığa/proje dayalı olmak ve dayanak varlık üzerinde mülkiyet hakkı sağlamak; ihraç ve itfa bakımından üçlü bir ilişki içinde olmak; ihraçının SPV olması; faiz içermemek (mudaraba, muşaraka ve icara gibi sözleşme gelirlerinden pay) ve gelir-zarar ortaklığı niteliğinde olmak; sadece İslâmi amaçlarla ihraç edilmek;

[48] **ABDUL AZİZ,/GINTZBURGER,** s. 270–278 ; http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1759-3441.2009.00035.x/epdf.
[49] http://investment-and-finance.net/islamic-finance/questions/what-is-the-difference-between-asset-backed-sukuk-and-asset-based-sukuk.html, son olarak 20.08.2016 tarihinde erişilmiştir.
[50] **AFSHAR**, s. 45.
[51] Tahvil sahibi için de alacak hakkı oluşturmaktadır.
[52]https://www.sukuk.com/education/important-differences-sukuk-traditional-bonds-2207/.

tahvilin ihraççıdan kaynaklı risk içermesine karşın sukukun varlığa dayalı risk içermesi[53].

Tahvillerin değeri ihraççının kredi notu ile ilişkili iken, sukukun değeri dayandığı varlıkla ilişkili olarak tespit edilir.Bu durum tahvillerde ihraççıdan kaynaklı temerrüt (olası iflas gibi) risklerinin sukuk yapısında dayanak varlığın kendisine indirgenmiş olmasından kaynaklanmaktadır.

Sukukun değeri ve getirisi dayandığı varlığa (İslâmi esaslara uygun olmaldır/*comply with Shariah principles*[54]) göre değişken iken tahviller önceden belirli bir getiriye (faiz) sahiptir. Bu durum tahvilleri "riba" yasağına aykırı araçlar heline getirmektedir.Sukukun satışı aynı zamanda onun dayandığı varllıktaki mülkiyetinin payının satışı/devri anlamındadır.Tahvil satışı ise sadece bir borç/alacak satışıdır.Sukuk ihraçları için tanınan SPV'lere vergi istisnası ve diğer avantajlarda sukuku tahvillere nazaran avantajlı hale getirmektedir[55].

C. Sukuk Piyasasi

Sukukun ortaya çıkışı 1970'lerdeki İslâmi bankacılık uygulamalarına dayanmakla birlikte "gerçek anlamda" ilk sukuk ihraçları, Malezya'da 2002 senesinde gerçekleştirilmiştir[56]. 2020 senesi itibariyle küresel sukuk piyasasının hacim olarak 250 milyar dolar seviyesinine gelmesi beklenmektedir[57].
Her sukuk ihracı ile hedeflenen temel amaç, İslâmi esaslara uygun şekilde sermaye piyasalarından fon sağlanmasıdır. Bu temel amacın diğer yönünde ise İslâmi esaslara uygun olarak yatırım yapmak isteyen yatırımcılar yer almaktadır.

Küresel sukuk ihraçları bakımından Malezya[58], Endonezya, Suudi Arabistan ve Birleşik Arap Emirliklerinin önde gelen ülkeler olduğu görülmektedir.Küresel sukuk ihraçları bakımından Ortadoğu, Asya, Uzakdoğu ihraçlarının toplam sukuk ihraçlarının % 80'ını

[53] **SAFARI/ ARIFF/ MOHAMAD,** s. 17-18.
[54] Malezya'da bu konudaki standartlar 1996'da kurulan Şeriat Danışma Kurulu (Shariah Advisory Council-SAC) tarafından belirlenmektedir.
[55] **Malaysian Debt Securities and Sukuk Market**, s. 31.
[56] 1990'lar öncesi dönemde birkaç İslami esasa uygun ürün dışında İslami sermaye piyasalarının geleneksel sermaye piyasaları gibi işlediği belirtilmektedir. İlk olarak İslami esaslara uygun yatırım aracı ihracı teşebbüsü, 1983 senesinde Malezya Merkez Bankası tarafından faiz dışı yatırım sertifikası (*investment papers*) ihraç girişimidir. Malezya hükümeti tarafından 1983 yılındaki bu ilk sukuk ihracının ikincil piyasada işlem görmediği de belirtilmektedir, (**TOK**, **A.** (2009). İslâmi Finans Sistemi Çerçevesinde Sukuk (İslâmi Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları ve Türkiye Açısından Değerlendirmeler, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara, s. 4). İlk sukuk ihracı ise 1990 senesinde gene Malezya'da "Shell MDS Sdn Bhd" tarafından Malezya "Ringgit *bai bithaman ajil sukuk/ Ringgit sukuk*" şeklinde yapılmıştır, (https://www.lw.com/thoughtLeadership/developing-sukuk-into-modern-financial- instrument). Bununla birlikte bütünüyle İslami esaslara uygun menkul kıymet ihraçları ise 2000'li yıllarda başlamıştır. Bu kapsamdaki ilk sukuk ihraçları 2000 senesinde Malezya'da ve daha sonra ise 2001 senesinde Bahreyn'de ve 2002 senesinde Endonezya'da gerçekleştirilmiştir. 2007 senesine gelindiğinde ise 9'u Müslüman olmak üzere toplam 13 ülkede sukuk ihracı gerçekleştirilmiş bulunmaktaydı. (**UMAR,** s. 303 vd.). Sukuk ve tarihi gelişim ile ilgili ayrıntılı bilgi için ayrıca bkz. **BALALA, s.29-30; TOK,** , s. 15 vd. .
[57] **The Sukuk Handbook,** A Guide To Structuring Sukuk, Latham & Watkins LLP, https://www.lw.com adresinden 01.08.2016 tarihinde erişilmiştir, s. 3 (Handbook).
[58] Global sukuk ihraçlarının hacimsel olarak yaklaşık %60'ı Malezya'da gerçekleştirilmektedir. Malezya sukuk piyasası, Malezya Sermaye Piyasası Kurulu (Securities Commission Malaysia-SC) ve Bank Negara Malaysia tarafından yönetilmektedir, (**Malaysian Debt Securities and Sukuk Market**, s. 4-29). Sukuk ihraçları ile ilgili veriler için bkz. **The International Islamic Financial Market (IIFM), Sukuk Report**, A comprehensive study of the Global Sukuk Market (2014), 4th Edition, s. 4-7, (http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20(4th%20Edition%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market_0.pdf adresinden 02.09.2016 tarihinde erişilmiştir).

oluşturmaktadır. İç piyasaya yapılan sukuk ihraçları bakımından da benzer veriler olmakla birlikte Asya ve Uzakdoğu ihraçlarının Ortadoğu ihraçlarından daha fazla hacimde olduğu görülmektedir[59].İslâm ülkesi olmamakla birlikte İslâmi yatırım araçlarına yatırım imkanı sağlayan öncü ülkelerden olan İngiltere'de ise ilk sukuk ihracı 2014 senesinde gerçekleştirilmiştir.

Küresel piyasalar bakımından 2008 öncesi dönemde ağırlıklı olarak ihraç edilen sukuk türünün "muşaraka sukuk" (toplam sukuk ihracının %40'ı[60]) olduğu söylenebilecektir. Icare, muşaraka, mudaraba ve istisna sukuk yapıları Malezya'da baskın ihraçları oluşturmaktadır. Muşaraka sukukun popülerliğinin AAOIFI tarafından 2008 senesinde yapılan tanımlamadan sonraki dönemde azaldığı beliritlmektedir .Ancak burada sadece son yıllardaki uluslararası ihraçlar esas alındığında ise muşaharaka yapısından ziyade "Ijara" ve "wakalah" yapısının ihraç yapısının yaygınhale gelmekte olduğu söylenebilecektir. İç piyasaya yapılan ihraçlar bakımından ise muşarakanın hala tercih edilen bir yapı olduğu tespit edilebilecektir[61]. İslami leasing olarak nitelendirilebilecek ijara sukukun cazibesi artış göstermektedir. Kanımzca zarar riskinin olmadığı araçların tahvil olarak nitelendirilmesi ve İslâmi araç kapsamı dışında değerlendirlmesi daha yerinde olacaktır.

AAOIFI'nin 1998 senesinde "Standard 21" çerçevesinde uygun bulmasının ardından 1999 senesinde 'The Dow Jones Islamic Market Index' (DJIM) Bahreyn'de şeri hukuk kurallara uygun yartırım araçlarının esas alınsığı ilk endeks olarak ortaya çıkmıştır. NASDAQ Dubai sukuk araçlarının işlem gördüğü en önemli piyasadır[62]. Sukukun işlem gördüğü belli başlı diğer borsalar olarak Malezya Borsası (Bursa Malaysia)[63], Londra Borsası ve Luxemburg Borsasıbelirtilebilecektir.Sukukun Türkiye'deki yansıması olan "kira sertifikaları" da Borsa İstanbul (BİST) Borçlanma Araçları Piyasası'nda, işlem görebilme imkanına sahiptir.

Sukuk ihraççıları, kamu, kamu benzeri (quasi government) ve özel sektör ortaklıkları olarak üç kategoride yer almaktadır.Küresel ihraçlarda kamu veya kamu benzeri ihraççılar yatırımcılara verdikleri güven ve ihraçların hacimsel büyüklükleri nedeniyle çoğunluktadır. Burada ihraççı olarak müslüman çoğunluğa sahip olamayan olmayan Germany, Hong Kong (China), Luxembourg, South Africa, and the United Kingdom gibi ülkelerin ihraçları dikkat çekmektedir[64]. Aynı şekilde mülüman olmayan yatırımcılar da sukuk yatırımı gerçekleştirmektedir[65]. Sukukun kamusal- özel sektör ihraççı ayrımı bakımından hacimsel büyüklüklerine bakıldığında ise son yıllarda

[59] **International Islamic Financial Market (IIFM) Sukuk Report**, 5th Edition, March 2016, s. 23-26 (**IIFM sukuk report**) , https://www.islamicfinance.com/wp-content/uploads/2016/04/IIFM-Sukuk-Report-5th-Edition-A-Comprehensive-study-of-the-Global-Sukuk-Market.pdf adresinden erişilmiştir. ; **KUSUMA/SILVA**, s. 4.

[60] Hacimsel büyüklük olarak muşaraka sukuk ihraçlarını, icara ve mudaraba sukuk karışımı olan ihraçlar takip etmektedir, (**SÖYLER, İ.** (2004). Hukuki ve Mali Boyutlarıyla Sukuk, Ankara, s. 21).

[61] **IIFM sukuk report**, s. 29-31.

[62] Ayrıntılı bilgi için bkz. http://www.nasdaqdubai.com/products/İslâmic-securities.

[63] **IIFM sukuk report**, s. 23-24.

[64] Ayrıntılı liste için bkz. **KUSUMA/SILVA,** s. 17-18.

[65] **KUSUMA, Ketut Ariadi /SILVA, Anderson Caputo** (December 2014) Sukuk Markets A Proposed Approach for Development, World Bank Finance and Markets Global Practice Group, Policy Research Working Paper 7133, , s. 16.

kamusal ihraçların hacimsel olarak azaldığı, özel sektör ihraçlarının ise dalgalı seyir izlediği söylenebilecektir[66].

Sukuk ikincil piyasasının gelişmesi için ihraç yapılarının, standardizasyonu ve İslâm hukukuna uygunluğu konusunda fikir briliği sağlanması gibi sorunlarının aşılması gerektiği belirtilmektedir[67]. Standardizasyon eksikliği ve bazı sukuk türlerinin (salam gibi[68]) ikicil piyasasının İslâmi kurallara göre yasak olması sukukun ikincil piyasadaki likiditesinin de azaltan etkenlerdir[69].

Sukukun gelişmesi için gerekli olan diğer önemli husus ise açık yasal ve düzenleyici hukuki düzenlemeler yapılması gerekliliğidir. Hukuki düzenlemelerin özellikle ihraççı SPV'nin kuruluşu, hukuki organizasyonu, ona yapılacak varlık devrileri ve olası iflas ve tasfiyesini ve İslâmi esaslara uygun yönetim ve açıklık gibi konularıkapsamına alması şarttır[70]. Yatırımcıların korunmasını bakımından yapılandırılmış finansman araçlarının genel sorunu olan karmaşıklığın sukuk ihraçları bakımındanda giderilerek sade yapılı (*plain vanilla*) ihraçlar gerçekleştirilmelidir[71].

D. Sukuk Türleri

1. Genel Olarak

Sukuk, temelinde yer alan varlığa göre farklı isimlerle anılan ve farklı şekilde işeyen türleri bulunan bir sermaye piyasası aracıdır.

AAOIFI tarafından kabul edilen ayrıma göre geçerli Kabul edilen on dört farklı sukuk türünden uygulamada en çok görülenler şunlardır[72]: Kiradaki varlıkların aslına malik olmayı sağlayan sahipliğe dayalı sukuk (leasinge dayalı sukuk/ İcare sukuk/Ijarah-Ijara sukuk/sukuk al Ijara sukuk)[73]; yatırım vekaletine veya yönetim sözleşmesine dayalı sukuk (wakala sukuk)[74]; alım-satıma dayalı sukuk (murabaha sukuk/finansman desteğine endeksli sukuk)[75]; eser sözleşmesine dayalı sukuk (İstisna sukuk)[76]; murabaha

[66]Ayrıntılı bilgi için bkz. IIFM sukuk report, s. 15-16.
[67] **KUSUMA/SILVA**, s. 6, 15.
[68] İstisna ve murabaha sukukun da Şer'i kurallar gereğince, ikincil piyasada itibari değeri dışında işlem göremeyeceği, mudaraba ve muşaraka sukukun ikincil piyasasının olmasının da özel yapılarda ihraç edilmelerine bağlı olduğu belirtilmektedir, **KUSUMA/SILVA**, s.9.
[69] **KUSUMA/SILVA**, s. 9.
[70] **KUSUMA/SILVA,** s. 10-11.
[71] **KUSUMA/SILVA**, s. 14.
[72] **KUSUMA/SILVA**, s. 2.
[73]Sukuk ihracında kullanılan SPV'nin mülkiyetini devraldığı varlık ve hakları tekrar kaynak kuruluşlara geri kiraladığı ve kira süresi sonunda devralınan varlık ve hakların geri-satışının yapıldığı sukuk türüdür. Burada kira sözleşmesinden elde edilen dönemsel gelirler sukuk sahiplerine payları oranında aktarılmaktadır. Burada geleneksel tahvillerin sabit getirisi yerine bir nevi kira gelirleri yerleştirilmiş olmaktadır. Geri satıştan elde edilen gelirde gene sukuk sahiplerine paylaştırılacaktır. Sat-kirala-geri al şeklinde işleyen ve SPV'nin sukuk sahipleri hesabına inanılan (trustee) olarak hareket ettiği Ijara sukuk yapısının işleyişi ile ilgili olarak bkz. **BALALA**, s. 29,145; **IQBA**L/**MİRAKHOR, s.** X-Xİ.
[74]Yatırımcıları temsilen yatırım kararları alınmasını öngören vekâlet sözleşmesine dayanır. İhraç ve fon toplanmasını müteakiben "kaynak kuruluş" ile SPV arasında, "kaynak kuruluş"a ait varlık veya hakların KS ihracı çerçevesinde *mülkiyeti devredilmeksizin,* SPV lehine yönetilmesini konu alan sözleşme (yönetim sözleşmesi) düzenlenir. SPV, yönetim sözleşmesine dayalı olarak sukuk ihracı ile topladığı fonu, vekâlet sözleşmesi yaptığı vekil kuruluşa (kaynak kuruluş olabilir) devreder. Vekil, sözleşmesindeki belirli ölçütler çerçevesinde SPV lehine yaptığı yatırımların (satın alma) gelirlerini kar payını kesmek suretiyle elde tutar ve yönetir. SPV elindeki varlıkların yönetiminden elde edilen geliri sukuk sahiplerine paylaştırır. İslâmî yatırım fonlarınca kullanılan bir yöntemdir.
[75]Bir varlık veya hakkın öncelikle SPV tarafından satın alınarak, belirli şirketlere (fon kullanıcısı/*client*) önceden belirli olan kar marjı (*profit margin/mark-up*) eklenerek vadeli olarak satılması işlemidir. Sukuk burada fon kullanıcısının varlık veya hak alımınıfinanse etmek için ihraç edilmektedir. Bu finansmanda

akdine dayalı sukuk; selem (*salam*) akdine dayalı sukuk[77] ; ortaklığa dayalı sukuk türleri olarak , emek-sermaye ortaklığına (*mudarabe*) dayalı mudaraba (*mudharaba/sukuk al-Mudharaba*) sukuk ve sermaye ortaklığına dayalı (*müşareke*) muşaraka (*muşharaka sukuk/ sukuk al-Musharaka/*صكوك المشاركة) sukuk; bu türlerde kullanılan varlıkların değişik şekillerde birlikte kullanıldığı karma sukuk[78].

Makalemizin konusu olan muşaraka sukuk, mudharaba sukuk ile birlikte ortaklığa dayalı sukuk kategorisinde yer almaktadır. Burada da görüldüğü üzere kira sertifikası terimi sukuk türleri bakımından bir üst kavram olmayıp, sukuk türlerinden sadece birini karşılayan ve "sat-kirala-geri sat/al" şeklinde işleyen sukuku ifade eden bir terimdir.

Burada islami finansmana araçları getirileri bakımından da sabit getirili ve değişken getirili olarak iki gruba ayrılmaktadır[79]. Buna göre murabaha, ijara, salam ve istisna sabit getirili, mudaraba and muşaraka ise değişken getirili finansal araçlardır. Bu durum, muşaraka ve mudarabanın kar-zarar ortaklığına dayalı olması ve bu nedenle de İslami esaslarar en uygun finansman yapısı olmasından kaynaklıdır. Değişken getirili sukuk muşaraka sukuk yapısını temel alırken, sabit getirili sukuk ise ijare sukuk yapısını temel almaktadır[80].

2. Ortaklığa Dayalı Sukuk Türleri

Ortaklığa dayalı sukuk genel olarak, SPV'nin bir "ortak girişim"e (*joint venture*)[81] ortak olmak ve bundan kâr etmek amacıyla ihraç ettiği sukuktur. Sukuk ihracı ile elde edilen finansman ortaklaşa yapılacak işte kullanımaktadır. Ortaklıktan elde edilen kâr, SPV ve kaynak kuruluş arasında paylaşılacaktır.

Ortaklığa dayalı sukuk türleri, "*mudaraba sukuk*" ve "*muşaraka sukuk"*tur. Bu sukuk türleri İslâmi esaslara en uygun finansman yöntemleridir[82]. Mudaraba ve muşaraka sukuku birbirlerinden ayıran temel nokta SPV ve sukuk sahiplerinin tümünün sermaye olarak nakit vb. sermaye getirip getiremeyeceği hususudur[83].

---

finans sağlayan bakımından riskler, fon kullanıcısı müşteri ve kar marjıdır. Kar marjı tek toplu ödeme şeklinde belirlenebileceği gibi sağlananan finansman esas alınarak oransal biçimde de belirlenebilecektir.Bu finansmanın İslâmi esaslara uygun görülmesinin sebebi finansman sağlayan kuruluşun varlığın mülkiyetini devralarak (satış) kendisinin de risk altına giriyor (ticaret yapılıyor) olmasıdır.Genellikle kısa vadeli finansmanlar için kullanılır.Bu sukuk türünün İslâmî kurallar gereğince ikincil piyasada işlem görmesi AAOIFI tarafındanyasaklanmıştır, (**BALALA**, s. 29). Bir diğer ifadeyle bu sukuk türünün sadece birincil piyasası bulunmaktadır. Temelindeki finansman ilişkisinin aksine bu sukuk türü uygulamada en az görülen sukuk tipidir. Bu sukuk türünde dayanak varlık olmaması nedeniyle ve sahibine mülkiyet değil alacak hakkı (borç senedi) tanınmaktadır.

[76]SPV'nin iş sahibi sıfatıyla taraf olduğu bir eser sözleşmesi kapsamında gelecekte bir eserin meydana getirilmesi ve teslimini sağlamak amacıyla imzalanan sözlşemye dayalı olarak ihraç edilen sukuktur. Bu sukuk türü (*İstisna sukuk*), SPV'nin "yüklenici"ye (fon kullanıcısı) ürettirdiği bir eserin "son kullanıcı"ya (fon kullanıcısı) kiralanması veya vadeli-peşin satılması suretiyle elde edilen eser gelirinin yatırımcılar ile paylaşması esasına dayanır. SPV kendi adına ve sukuk sahipleri hesabına (dolaylı temsil) akdedilecek eser sözleşmesine iş sahibi sıfatıyla taraf olur.

Eser sözleşmesine dayalı sukuk ihracı kapsamında eser sözleşmesinin yanı sıra hizmet, kat veya arsa karşılığı inşaat ya da ortaklık gibi amaca uygun sair sözleşmeler düzenlenebilir.

[77]based on a forward contract, usually commodity

[78] Diğer sukuk türlerinin bileşimi şeklindeki karma sukuk (*hybrid*) ihraçlarıdır.

[79] **HASSAN, Kabir/ LEWIS, Mervyn, Handbook** of Islamic Banking, Edward Elgar Publishing, Massachusetts,2007**,** s. 85.

[80] **HASSAN/LEWIS**, s. 242.

[81] "Ortak girişim", yeni bir projeyi gerçekleştirmek, mevcut bir projenin geliştirilmesini veya herhangi bir iktisadi faaliyetin finansmanını sağlamak için kurulan sermaye şirketini veya ortaklık sözleşmesi düzenlenmesi yoluyla oluşturulan adi ortaklıktır.

[82] **USMANİ, Mufti Muhammad Taqi.** (1998). An Introduction to Islamic Finance, Karachi, s. 12.

[83] Mudaraba (Mudharaba) veya katılımlı finansman, modern İslâmi finansal kuruluşların yatırımları finanse edebilmesi ve fon yönetim hizmetleri için geliştirilen ve ortaklıklığın özel bir formudur. Bu form

Mudaraba sukuk (emek- nakit sermaye ortaklığı) yapısı, bir tarafın (girişimci/ fon kullanıcısı/kaynak kuruluş/*mudarip/entrepreneur*) emek[84] (*know-how* gibi) diğer tarafın (yatırımcılar) ise SPV üzerinden sermaye koyduğu, kar garantisi olmayan bir ortaklık kurulmaktadır. Mudaraba'da yatırımcılar aldıkları sukuklar ile SPV üzerinden ortaklığa nakit sermaye getirmektedir.

Ortaklıktan elde edilen kar (olası) daha önceden belirli oranlar ile taraflar arasında[85] paylaştırılacaktır. Girişmci, vade sonunda veya temerrüt halinde ihraççı SPV'nin ortaklıktaki payını önceden verdiği taahhüt çerçvesinde devralmaktadır. Bu devir nedeniyle SPV elde edilen tutarı sukuk sahiplerine katılımları oranında aktaracaktır. Mudarabaya benzer şekilde işleyen muşaraka sukuk ise ortak girişime bütün tarafların nakit ve nakit benzeri sermaye getirmesinin zorunlu olduğu ortaklık yapısına dayanan bir sukuk türüdür.

Her iki ortaklığa dayalı sukuk türü de temelde bir kar ve zarar ortaklığı sözleşmesine veya ortaklığına dayanmaktadır. Ortaklık sözleşmesi (*partnership contract*), SPV'nin ihraç ve fon toplamanın ardından ortaklığın türüne göre akdedeceği, SPV ile bir ya da daha fazla tüzel kişinin varlık veya haklarını ortak bir amaca erişmek üzere birleştirmeyi üstlendikleri sözleşme olarak tanımlanabilecektir.

SPV burada bir yandan sukuk ihraçını gerçekleştirmekte diğer yandan ise yatırımcılar adına *trust*[86] ilişkisindeki inanılan (*trustee)* benzeri görevleri ifa etmektedir. Bu nedenle ortaklığa dayalı sukuk türlerinde SPV, sukuk sahiplerinin temsilcisi veya güvenilir kişi /inanılan kişi olarak tayin edilmektedir.

3. 2008 Senesindeki AAOIFI Kararı Ve Etkileri

2007 senesi öncesi dönemde mudharaba ve muşaraka için konulan sermayenin vade sonunda alınması önceden belirli olan bir bedel (yatırılan sermaye katılım ve üzerine eklenen dağırılmamış kar payı) üzerinden gerçekleştirilmekteydi.Bu uygulama, AAOIFI İSlami esaslar komitesi (*Sharia committee*) başkanı hakim Taqi Usmani tarafından yayınlanan içtihat ile değişmiştir.

---

sayesinde İslâmi esaslar dahilinde kar ve zarar paylaşımı esasına dayalı olarak bir atarafın nakit sermaye (financier/rabb al mal) diğer tarafın ise bir fon yöneticisine benzer şekilde nakit dışı (deneyim, know-how gibi) sermaye katılımı ile gerçekleştirldiği (mudharib/fund manager/SPV) bir oraklıktır, Mudharib sermayeyi daha önce üzerinde anlaşılığı şekilde kullanır ve olası kar ve zararı daha önceden belirli oranda (predetermined share) paylaşımını gerçekleştirir, (**BALALA**, s. 28-30).

Mudharaba'nın yönetim prensipleri ise şunlardır: elde edilecek olası kar, daha önceden belirli oranda ve yapılan katılım baz alınarak dağıtılacaktır; rabb al mal olası zarardan yatırdığı sermaye ile sınırlı olarak sorumludur; zarar durumunda mudharib, kuruluş için harcadığı zaman ve çabasını kaybetmek riski altındadır.

Mudharaba işlemi, tek bir yatırım için gerçekleştirilebileceği gibi aynı yapının inançlı ilişki dahilinde kullanıldığı, birbirini takip eden bir den çok yatırım için de tesis edilebilecektir.

Mudharaba yatırımları belirli bir süre ile sınırlı şekilde ve yatırım mevduat sertifikaları (investment deposit certificates) veya mudharaba sertifilaları olarak adlandırılan kıymetli evrak üzerinden de tesis edilebilmektedir. Bu durumda sertifikalar, paylara benzer özellikler göstermektedir.

Bazi İslâmi bankalar mudaraba yapısını, gayrimenkul varlıklarını satın alımında da kullanmaktadır, (**BALALA**, s. 27).

[84]Nakit ve ona benzer olmayan sermaye kalemlerini ifade etmektedir. Mudaraba ilişkisinde ortaklığın emek vb. sermaye getiren ve bu ortaklıktan asıl finansmanı sağlayan taraf, girişimci (entrepreneur) veya kaynak kuruluş veya en son (*ultimate*) borçlu olarak adlandırılır (obligor/originator).

[85] SPV'nin payına düşen kar tutarı dönemsel ödemeler şeklinde sukuk yatırımcılarına aktarılacaktır.

[86]Anglo-Sakson hukuku kaynaklı trust ilişkisi, trust kurucusu/inanan (*settlor*), inanılan (*trustee*) ve yararlanan (*benefactor*) olarak adlandırılan üç taraflı borç ilişkisidir. Trust, ilk aşamada kurucu ve inanılan arasında belirli bir varlığın yararlanan kişi yararına yönetimi için devredilmesi gibi amaçları içeren trust senedi ile kurulur. İnanılan daha sonra devraldığı varlığı inançlı turst ilişkisi ve trust senedi çerçevesinde yararlanan lehine yönetir.

"AAOIFI's Statement of 2008" olarak anılan bu içtihada göre, geri ödemeler konusunda garanti içeren uygulama, İslâmi finansmanın kar-zarar paylaşımını amaçlayan ruhuna ve esaslarına uygun değildir[87]. Hakim Usmani'nin ana eleştirisi, kaynak kuruluş (nihai/*ultimate* borçlu) getiri garantisinin (yatırımın ileride daha önceden itibari değeri ile orantılı belirli bir tutardan geri alınacağı taahhüdü gibi) İslâmi finansmanın kar-zarar paylaşımı öngören esasına aykırı olduğu şeklindeki hakılı tespitine dayanmaktadır.

AAOIFI sukuk standardına göre ortaklığa dayalı olsun olmasın sukuk ihraç belgeleri veya izahnamesinde, hakszı fiil ve kusurlu işlemler dışında, ihraççının sukuk sahiplerinin olası zararını (sukukun itibari değerine kadar) tazmin edeceği veya sabit getiri garantisi sağlayacağı yönünde bir şart bulunamaz.

AAOIFI 2008 kararındna önce, kaynak kuruluşun SPV'den (trustee) yatırım/girişimin belilrli bir kısmını temerrüt gibi hallerde satın alma taahhüdündeki alım kullanım tutarları (*exercise price*), muşaraka yatırımı veya piyasa şartları ile ilişkili olmayan şekilde sabit bir meblağ olarak belirlenmekteydi. Bu şekilde sukuk yatırımcıları anapara ve kar paylarını alma konusunda garanti alına alınmaktadır. 2008 yılındaki karar ile özellikle muşaraka ihraçlarındaki bu tür uygulamaların önüne geçilmek istenilmiştir. 2008 kararı ile kaynak kuruluşun SPV/trustee'ye karşı sadece sukukun satış anındaki (muşaraka girşim payının geri alımı) serbest piyasadaki değeri üzerinden geri alım taahhüdü altına girebilmesine izin verilmiştir. Bir diğer ifadeyle burada kaynak kuruluş tarafından sukukun itibari değeri veya ondan belirli bir iskontoyu esas alınan bir alım taahhüdüne girilemeyecektir. Ancak burada kaynak kuruluş/fon kullanıcısı dışındaki bağımsız üçüncü kişilerin buna benzer taahhütlere girmesine izin verilmektedir.

Bu haklı tespitlere dayalı kararların ardından gerçek anlamda kar-zarar ortaklığı kimliğine kavuşan mudaraba ve muşaraka ihrçaları, özellikle körfez ülkeleri bakımından ciddi oranda bir azalmıştır. Aynı eleştiri, Malezya'da yapılan murabaha benzeri "*bai bithaman ajil-BBA*" ihraçları bakımından da yapılmaktadır[88].

Iıı.Muşaraka Sukuk

A. Tanım Ve Genel Özellikler

Muşaraka sukuk, muşaraka sözleşmesine (varlık) temeli üzerine bina edilen sukuk yapısıdır. Muşaraka kelimesi, Arapça'da paylaşma anlamına gelmektedir[89]. Muşaraka[90] sukuk (*musharakah/musyaraka/Sukuk al Musharaka*/musharaka sukuk) veya "kar-zarar ortaklığına endeksli/dayalı sukuk" ise SPV'nin nakdi sermaye, diğer ortakların (*obligor corporate*) ise kişisel emek veya ticari itibar **dışında** sermaye koyması ile "ortak girişim"lerin (*joint venture*)[91] finanse edildiği ortaklığa[92] dayalı sukuktur. Muşaraka

[87] **KUSUMA/SILVA**, s. 2 vd. .
[88] **KUSUMI/SILVA**, s. 6-7.
[89] **USMANI,** s. 17.
[90] Muşaraka kelimesi Arapça paylaşmak anlamına gelmektedir. .Şirket/ortaklık (*shirkah*) kelimesinden türetilmiştir. Ayrıntılı bilgi için bkz. **ARSHAD, Noraziah Che** (October 2010) Shariah parameters for Musharakah Contract: A comment, International Journal of Business and Social Science Vol. 1 No. 1, , s. 145 vd. ; https://www.İslâmicbanker.com/education/sukuk-al-musharaka.
[91] "Ortak girişim" ifadesi genellikle "*joint venture*" olarak adlandırılan ve tüzel kişiliği olmayan esnek yapılı ortaklıklar için kullanılmakla birlikte buradaki anlamı sermaye şirketlerini de kapsamaktadır.

sukuk ihraç sürecinde her iki tarafın da sermaye koyduğu[93] ve kural olarak kar-zarara da gene payları oranında katılacağı ortak girişimler oluşturulmaktadır.
Ortak girişim genellikle SPV dışındaki ortak girişim ortağı olan kaynak kuruluş tarafından yönetilir. Ortak girişimin yönetiminde yer almak, katılımcılar için bir hak olmakla birlikte bir yükümlülük değildir[94].

Muşaraka sukuk, bir başka tanımda iki veya daha fazla taraf arasında belirli (mevcut veya yeni) bir ticari işi/girişimi finanse etmek üzere yapılan ve her ortağın sermaye (nakit veya diğer bir şekilde) ile katılmayı taahhüt ettiği bir ortaklık sözleşmesi olarak tanımlanabilecektir[95]. Bu ortaklıktan elde edilen bütün kâr ve zarar daha önce anlaşılan oran ve sermaye katılım payları ile orantılı/ilişkili olarak paylaşılacaktır. muşaraka sukuk sahipleri payları oranında dayanak ticari iş/girişimin de maliki konumundadır. Sukuk ile mevcut haliyle tedavül edebilme imkanına sahip olmayan (likit olmayan) ortaklığın mülkiyet hakkı, belirli katılım payları şeklinde likit hale getirilerek ikincil piyasada tedavül edebilmektedir. muşaraka sukuk, ile halihazırda likit olan (para, alacak veya avans) varlıklar üzerinden işlem yapılması halinde bu muşaraka sukuk'nin alınıp satılması İslâmi kurallara uygun değildir[96].

Muşaraka sukuk yapısı, yatırım ve finansman (sermaye finansmanı, ticari finansman ve varlık finansmanı), joint-venture yatırımları, varlık portföy havuzları (örneğin, kira getirisini haizgayrimankuller) yatırımları ve kar-zarar esaslı paylaşımlara uygundur[97].

Muşaraka sukuk, emek-sermaye ortaklığı şeklinde işleyen mudarabadan emek vb. sermaye getirilememesi ve bir ticari yatırımın finanse ediliyor olması yönleri ile ayrışır. Dönemsel ödemeler ve vade sonunda yapılan ödemelerin yapılışı bakımından ise mudharaba ve muşaraka benzerdir[98].

Muşaraka sukuk, SPV'nin diğer ortaklarla birlikte sermayesine katıldığı bir ortak girişimden elde edilen karın paylaşımı esasına dayanır.Ortak girişimin yönetimi, ortaklardan herhangi birisi veya ortaklarca atanan üçüncü bir kişi tarafından gerçekleştirilir. Ortak girişimden elde edilecek kârın SPV ve diğer ortaklar arasındaki paylaşım oranı, ortaklık sözleşmesinde belirtilir.

İhraç edilecek sukuk miktarı, daha önceden yapılan ve katılınılan ortak girişim ve projenin gerçeğe uygun bir değerleme raporundaki değer tutarından mutlaka aşağıda olacak (örneğin %90'ına kadar) şekilde belirlenmelidir. "*Over-collateralization*" olarak alandırılan bu yapısal "ek teminatlandırma" ile sukuk sahiplerinin hakları korunmuş olmaktadır.

---

[92] Türkiye'de kira sertifikaları öncesi dönemde uygulanan kar ve zarar ortaklığı belgeleri (KZOB), müşarakasukuka amacı yönğnden benzemekle birlikte, işletmeye ortak olma ve SPV kullanımı gibi noktalarda ondan farklılık göstermektedir.
[93]Tekrar belirtilecek olursa muşaraka sukuk, mudaraba sukuktan özellikle bu yönü ile ayrılmaktadır.
[94] **HASSAN/LEWIS,** s. 51.
[95] **Malaysian Debt Securities and Sukuk Market**, s. 31.
[96] **TOK**, s. 19.
[97] **BALALA**, s. 27; **Bank Negara MalaysiaShariah Advisory Council (SAC),** Shariah Resolutions in Islamic Finance, Second Edition (2010), s. 40 vd. (http://www.sukuk.com/wp-content/uploads/2014/07/Sukuk-Education-Shariah-Resolutions-2nd-Edition-En.pdf adresinden 01.08.2016 tarihinde erişilmiştir).
[98] **KUSUMA/SILVA**, s. 27.

Muşaraka terimi, ortak girişimden kaynaklı kar ve zararın paylaşımı konusunda tarafların bir sözleşme dahilinde anlaşmasını ifade etmektedir. Bu sözleşme dahilinde sermaye koyan bütün taraflar aynı zamanda yönetime katılma hakkına da sahip olmakla birlikte bu gerekli değildir. Elde edilecekolası kâr önceden sözleşme ile belirlenen oranlarda (*pre-agreed ratios*) paylaştırılırken; ortak girişmden doğacak olası zarara ise her ortak sermayesikatılımı oranı ilişkili (pro-rated) ile onunla sınırılı veolarak katlanacaktır.
Muşaraka sertifikaları (),yeni bir projeyi gerçekleştirlmek veya hâlihazırda mevcut bir projeyi geliştirmek veya bir ticari aktiviteyi *ortaklık sözleşmesine dayalı olarak*finanse etmek amacıyla, eşit itibari değer ile ihraç edilir. Sertifika sahipleri, ihraca dayanak projenin veya dayanak varlıkların veya aktivitenin de mülkiyet hakkına katılımları oranında sahip olmaktadır. Muşaraka sertifikaları kıymetli evrak olarak devredilebildikleri gibi ikincil piyasada da el değiştirebilmektedir.

Ortak girişimin yönetimi, girişimci veya onun belirlediği üçüncü bir kişi eliyle "vekalaten"gerçekleştirilir. Genellikle kaynak şirket, muşaraka sukuk ihraç belgeleri ve sözleşmesi çerçevesinde ihraççı SPV'nin kontrol ve yönetim haklarına sahiptir.

Ortak girişimden elde edilen kâr, girişimci ve SPV arasında paylaşım oranı ve yönetim ile ilgili olarak verilecek sabit ücret ortaklık sözleşmesinde belirlenmiştir. Ortak girişimin sermaye şirketi olması halinde bu yöndeki hükümler şirket/ortak girişim ana/esas sözleşmesinde de ayrıca düzenlenir.

VKŞ, ortak girişimden kaynaklı olası zararlardan ancak koyduğu sermaye ile sınırlı olrak sorumludur. "Girişimci" veya onun belirlediği üçüncü kişilerin kasıtlı veya hukuk dışı eylemlerinden oluşan zararlar bu kapsamda değerlendirilmez. Bu gibi durumlar için ortaklık sözleşmesi ve ortak girişim esas sözleşmesinde sukuk sahiplerinin haklarını korumak üzere teminat veya rehin hakkı belirlenebilecektir.

B. İhraç Süreci Ve Yapılandırılması

Muşaraka sukuk dayanak ortaklık/kar zarar ortaklığı sözleşmesinin bütün taraflarının nakit vb. [99]sermaye katılımında bulunması genel esasına dayanır. Belirli bir süre ile sınırlı ve kâr paylaşımı oranı belirli şekilde hazırlanan muşaraka dayanak sözleşmesinin koşulları ile yatırımcılara veya İslâmi bankalara fon sağlamak için yatırım üzerinde mülkiyet hakkını temsil eden katılım sertifikaları (muşaraka sukuk) ihraç etme imkânı tanınmaktadır.

Ortak girişim, kaynak kuruluş ve SPV sukuk ihracından elde edilen fonlar beraberinde kurulur.Muşaraka sukuk ihraç süreci, "muşarık" (*musharik*) olarak da adlandırılan kaynak kuruluşun[100] katılımcıları hâlihazırda mevcut veya yeni kurulacak bir otaklığa yatırım yapmaya (muşaraka sukuk almaya) daveti ve muşaraka sukuk ihracı için SPV'yi[101] kurması ile başlamaktadır. İhraç için kullanılacak SPV, daha önceden mevcut olabileceği gibi sadece bu yatırım için de kurulabilecektir.

[99] Musharik kuruluş, muşarakaya arazi veya diğer bir fiziki varlık getirir.
[100] Çalışmamızın kira sertifikalarının ele alındığı kısmında belirtileceği üzere bu kuruluş farklı isimlerle de anılabilmektedir.
[101] Türk hukukunda kira sertifikası ihracında bulunacak SPV, anonim şirket şeklinde ticari organizasyona sahip, varlık kiralama şirketi olarak düzenlenmiştir.

Bu ortaklık ilişkisinde sukuk yatırımcılarını temsil edecek olan SPV'de fon sağlamak için muşaraka sukuk ihraç eder ve sukuk yatırımcılarından elde ettiği fonları "*musharik*" olarak ortaklık sözleşmesi çerçevesinde ortak girişimde nakdi sermaye olarak kullanır.

Kaynak kuruluş veya onun belirlediği diğer kuruluş veya kişiler ortak girişimin yönetimini üstlenir. Bu yapılan yönetim ve geliştirme faaliyet karşılığında dönemsel sabit bir temsil ücretine (*agency fee*) ve buna ek olarak değişken oranlı bir prim ücreti de alınabilecektir.

En son aşamada ise muşaraka sukuk dayanağı projenin tamamlanması ile elde edilen gelir muşaraka sukuk sahipleri arasında ortaklık sözleşmesindeki şekilde paylaştırılır. SPV burada sukuk sahiplerinin haklarını korumak üzere inanılan/*trustee* fonksiyonu görmekte ve sukuk kupon tarihlerinde onlara kar payı ödemesi yapmaktadır.

Elde edilen olası kar dönemsel olarak SPV üzerinden sukuk sahiplerine paylaştırılır. Kuruluş da muşaraka sözleşmesine katılımı oranında dönemsel olarak kardan pay alır.

Burada kaynak kuruluşun geri dönülemez bir yükümlülük olarak 6'şar aylık dönemler halinde SPV'nin muşaraka paylarını önceden belirli bedel üzerinden satın alma yükümlülüğü altına girebildiği ifade edilmektedir[102]. Bu durumda belirlenen sürenin sonunda SPV'nin muşarakada hiçbir payı kalmamaktadır[103].

C. Türleri

Muşaraka sukuk, tarafların emek dışında nakit vb. sermaye getirdiği çok farklı ortaklık yapıları üzerinden ihraç edilebilecektir. İslâmi fıkıh bakımından "*shirkah*" yani paylaşma kelimesi temeline dayanan[104] muşaraka sukuk uygulamada iki şekilde farklı yapıda ihraç edilmektedir[105]:"*Shirkat al-'Aqd*" ve "*Shirkat al-Melk*"[106].

1. Shirkat al-'Aqd

Bu muşaraka türü, "ticari plan" yapısı veya "ortak ticari girişim" olarak anılmaktadır[107]. Burada kaynak kuruluş (*originator*) ve inanılan kuruluş (*trustee*) çabalarını ve kaynaklarını (nakit ve ona benzer varlıklar) birleştirmek ve ortak amacı gerçekleştirmek konusunda anlaşırlar[108].

---

[102] Böyle bir yükümlülük AAOIFI 2008 standardına aykırılık teşkil edecektir.

[103]An Introduction to the Underlying Principles and Structure, June 2006, s. 22, (http://www.sukuk.com/wp-content/uploads/2014/03/Sukuk-Structures.pdf adresinden 01.08.2016 tarihinde erişilmiştir).

[104] Burada" shirkah" kavramı kapsamındaki hukuki ilişkiler önce "*Shirkat-ul-Aqd*"(sözleşmeye dayalı ortak ticari girişim/ortaklık) ve "*Shirkat-ul-Milk*"(iradi ve iradi olmayan müşterek mülkiyet) olarak ikiye ayrılmaktadır. "*Shirkat-ul-Aqd*",ü kendi içinde ^2e ayrılmaktadır: "*Shirkat-ul-Amwal*"(bütün ortaklar sermaye katılımı ile ortak olur); "*Shirkat-ul-A'mal*" (hizmete dayalı ortaklık) ve "*Shirkat-ul-wujooh*" (müşteri çevresine dayalı ortaklık). Muşaraka kavramı shirkah kavramına dahil olan bu ilişkilerin bütünü kapsamamaktadır. (**USMANİ**, s. 19 vd.; **HASSAN/LEWIS**, s. 120) .

[105] **Bank Negara MalaysiaShariah Advisory Council (SAC):** Shariah Resolutions in Islamic Finance, Second Edition (2010), s. 40 vd. , http://www.sukuk.com/wp-content/uploads/2014/07/Sukuk-Education-Shariah-Resolutions-2nd-Edition-En.pdf adresinden 01.08.2016 tarihinde erişilmiştir; https://www.İslâmicbanker.com/education/sukuk-al-musharaka.

[106] https://www.islamicbanker.com/education/shirkat-ul-milk-and-shirkat-ul-aqd .

[107] https://www.islamicbanker.com/education/shirkat-ul-milk-and-shirkat-ul-aqd .

[108] Bu sukuk türüne örnek olarak Pakistan'da "Pakistan Mobile Comminications Limited-PMCL" tarafından belirli bir dilimdeki reklam gelirlerine (*airtime*) dayalı olarak yapılan ve aynı zamanda ülkede yapılan ilk muşaraka sukuk ihracı olan sukuk verilebilecektir. Bahreyn'de yapılan bir diğer muşaraka suku ihtracı için bkz. http://www.arabnews.com/node/275365.

2. Shirkat al-Melk

İradi olarak tesis edilen ortak mülkiyete (*co-ownership*) dayalı muşaraka olarak da anılan bu yapıda kaynak kuruluş ile inanılan kuruluş nakit varlıkları ile muşaraka sözleşmesine katılarak ya bir varlık satın alırlar ya da kaynak kuruluş bir varlığın mülkiyet hakkını inanılan kuruluşa satar. Her iki halde de kaynak kuruluş ve inanılan kuruluş o varlığın müşterek maliki haline gelmektedir.

Bu yapıdaki ihraçların ilk adımını, kaynak kuruluşun yapacağı işlemdeki rolü ve katılımının ne olabileceği konusundaki analiz oluşturmaktadır. Bu analiz sonucunda muşaraka konusu olabilecek/katılabilecek, hukuken ve şer'i anlamda geçerli bir maddi varlığın tanımlanması mümkün olmaz ise *shirkat al aqd* yapısı tercih edilecektir.

IV. Sonuç

Sukukun çalışmamızda ele alınan özel türü olan muşaraka sukuk kar-zarar ortaklığına dayanan (*equity-based*) yapısı ile özellikle büyük finansman isteyen proje ve yatırımların sermaye piyasası aracılığı ile finansmanında kullanılabilecek yararlı bir menkul kıymettir.

Muşaraka sukuk, kar-zarar paylaşımını esas alan ve ortakların nakit vb. sermaye katılımını öngören yapısı ile İslami finansman anlayışına en uygun menkul kıymet türünü oluşturmaktadır.

Sukuk, ihracında kullanılan dayanak varlıkların işlevi bakımından, varlığa dayalı ve varlık temelli ihraçlar olarak iki başlıkta ele alınmaktadır. Bu ayrım bakımından, varlığa dayalı ihraçlar, dayanak varlıklardan kaynaklı riskleri yatırımcılara aktarması nedeniyle İslâmi esaslara daha uygundur. Bu nedenle varlık temelli yapılar yerine, varlıga dayalı sistemin kullanıldığı sukuk yapıları tercih edilmelidir. Çalışmamaızın konusu olan muşaraka sukuk varlık temelli olmakla birlikte kendine has özelliği olan kar-zarar paylaşımı esası nedeniyle fiilen varlığa dayalı sistemle aynı sonucu doğurabilmektedir.

AAOIFI tarfından 2008 senesinde sukuk ile ilgili standart değişiklikleri yapılmıştır. 2008 senesindeki standart değişiklikleri muşaraka sukuku İslami finansman esaslarına daha da uygun hale getirmiş ve onu tahvil taklidi uygulamalardan uzaklaştırmıştır. Bu değişiklikler ile İslami esaslara en uygun sukuk yapısı olan ortaklığa (kar-zarar) dayalı sukuk ihraçları küresel anlamda olumsuz etkilenerek azalmıştır. Faiz içermesi nedeniyle islami esaslara uymayan tahvil yapısına doğrudan veya dolaylı şekilde benzer sukuk menkul kıymeti ihracından vazgeçilerek, gerçek anlamda İslami esaslara dayanan sukuk türü olan muşaraka ihracı teşvik edilmelidir. İslami finansmanın öznüne uygun finansman sağlanması bakımından başta muşakara sukuk olmak üzere ortaklığa dayalı sukuk türlerinin ihracı yerinde olacaktır.

KAYNAKÇA

ABDUL AZİZ, Razi Pahlavi GINTZBURGER Anne-Sophie (September 2009) Equity -Based, Asset-Based and Asset-Backed Transactional Structures in Shari'a-Compliant Financing: Reflections on the Current Financial Crisis, Economic Papers: A journal of applied economics and policy, Volume 28, Issue 3, s. 270–278

AFSHAR, Tahmoures A (February 2013) Compare and Contrast Sukuk (Islamic Bonds) with Conventional Bonds, Are they Compatible?,The Journal of Global Business Management, Volume 9, Number 1, s. 44 vd.

ARSHAD, Noraziah Che (October 2010) Shariah parameters for Musharakah Contract: A comment, International Journal of Business and Social Science Vol. 1 No. 1, s. 145 vd.

BALALA, Mahah-Hanaan. (2011). Islamic Finance and Law, London and New York

HASSAN, Kabir/ LEWIS, Mervyn. (2007). Handbook of Islamic Banking, Edward Elgar Publishing, Massachusetts

HİDAYAT, Sutan Emir (July 2013) A Comparative Analysis between Asset Based and Asset Backed Sukuk: Which One is More Shariah Compliant, International SAMANM Journal of Finance and Accounting , , Vol. 1, No. 2, s. 25

IQBAL, Zamir/ MİRAKHOR, Abbas. (2011). An Introduction to Islamic Finance Theory and Practice, Second Edition, John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd. , Singapore

International Islamic Financial Market (IIFM) Sukuk Report (March 2016) 5th Edition, , s. 23-26 (IIFM sukuk report) , https://www.islamicfinance.com/wp-content/uploads/2016/04/IIFM-Sukuk-Report-5th-Edition-A-Comprehensive-study-of-the-Global-Sukuk-Market.pdf adresinden erişilmiştir. (IIFM sukuk report)

KETTERING, Kenneth C. (Ağustos 2008) True Sale of Receivables: A Purposive Analysis, American Bankruptcy Institute Law Review, Vol. 16, s. 511-562

KUSUMA, Ketut Ariadi /SILVA, Anderson Caputo (December 2014) Sukuk Markets A Proposed Approach for Development, World Bank Finance and Markets Global Practice Group, Policy Research Working Paper 7133

Malaysian Debt Securities and Sukuk Market (2009) A Guide for Issuers and Investors, Bank Negara Malaysia and Securities Commission Malaysia Publication, Kuala Lumpur

MCMILLEN, Michael, Islamic Capital Markets: A Selective Introduction, http://whoswholegal.com/news/features/article/30640/İslâmic-capital-markets-selective-introduction/ adresinden 11.09.2016 tarihinde erişilmiştir.

SAFARI, M./ ARIFF, M./ MOHAMAD, S. (2014). Sukuk Securities, New Ways of Debt Contracting, Wiley finance series, Singapore,

The Sukuk Handbook, A Guide To Structuring Sukuk, Latham & Watkins LLP, https://www.lw.com adresinden 01.08.2016 tarihinde erişilmiştir (Handbook)

The International Islamic Financial Market (IIFM), Sukuk Report, A comprehensive study of the Global Sukuk Market. (2014). 4th Edition http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20(4th%20Edition%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market_0.pdf adresinden 02.09.2016 tarihinde erişilmiştir

USMANİ, Mufti Muhammad Taqi. (1998). An Introduction to Islamic Finance, Karachi

SÖYLER, İ. (2004). Hukuki ve Mali Boyutlarıyla Sukuk, Ankara

TOK, A. (2009). İslâmi Finans Sistemi Çerçevesinde Sukuk (İslâmi Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları ve Türkiye Açısından Değerlendirmeler, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara

UMAR, Mohammed Idris. (1-3rd April 2008) Evaluation of Research Developments on the Islamic Securities (Sukuk), International Centre for Education in Islamic Finance Malaysia, The 7th International conference on Islamic Economics, King Abdul Aziz University Jeddah, s. 305 vd.

http://www.iifm.net

https://www.lw.com

http://www.islamicfinance.com.my

http://www.ifsb.org/

http://www.iais.org.my
http://investment-and-finance.net
https://İslâmicbankers.files.wordpress.com
http://www.global-İslâmic-finance.com
http://www.sc.com.my
http://www.spk.gov.tr
http://onlinelibrary.wiley.com