MUŞARAKA SUKUK VE TÜRK HUKUKUNDA DÜZENLENİŞİ

(Musharaka Sukuk and Turkish Legal Framework)

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 esaslara uygun nitelikteki sertifikalar olarak tanımlanabilecektir."The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions – AAOIFI" tarafından 14 farklı sukuk türü öngörülmüştür. Muşaraka sukuk, bir özel amaçlı kuruluş (*special purpose vehicle*-SPV) tarafından muşaraka sözleşmesine dayalı olarak ihraç edilen bir menkul kıymettir. Muşaraka sözleşmesi, en basit tanımlamayla en az iki tarafın nakit dışı sermaye getirerek katıldığı ve önceden belirli oranlarla kar-zararı paylaştığı bir ortaklık sözleşmesidir. Muşaraka sukuk ise, özel amaçlı kuruluşun nakdi sermaye, diğer ortakların ise kişisel emek veya ticari itibar haricinde sermaye koyduğu ortak girişimlerin (*joint venture*) finanse edildiği, kar-zarar ortaklığına dayalı sukuk ihraçlarıdır. Muşaraka sukuk, kar-zarar ortaklığına endeksli şekilde ortak girişim tesisi şeklinde çalışmaktadır. *Joint-venture*'un genel yapısından farklı olarak buradaki ortaklık, tüzel kişilik sahibi olabilecektir. Türk özel sektör kira sertifikaları (sukuk) ihraçları, Türk Sermaye Piyasası Kanunu m. 61 ve "Kira Sertifikaları Tebliği" (III-61.1) ile düzenlenmiştir. Bu makalede bir İslâmi yapılandırılmış finansman yolu olarak muşaraka sukuk, genel özellikleri, yapılandırılması ve Türk hukukundaki bahsedilen mevzuat beraberinde genel olarak ele alınacaktır.

Anahtar sözcükler: Hukuk, İslâmi Yapılandırılmış Finans, Sermaye Piyasası Hukuku, Menkul kıymetler, Muşaraka Sukuk, Kira sertifikaları

1 T.C. Dumlupınar Üniversitesi İİBF Öğretim Elemanı. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk (Ticaret Hukuku) Anabilim Dalı Doktora Öğrencisi, mehmetmurat2003@yahoo.com

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 Shariahand Shariah principles. The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions –AAOIFIhas specified 14 categories of permissible sukuk type. Musharaka sukuk is based on musharaka (partnership) arrangements and issued by special purpose vehicles. In its simplest form, a musharaka arrangement is a partnership arrangement between at least two parties, whom 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. Turkish private label lease certificates (sukuk) issuance is regulated under the Capital Market Law article 61 and the Communiqué on Lease Certificates (III-61.1). The purpose and scope of this paper is to explain general aspects of Musharaka sukuk and its structure as an İslamic structured financial product with the aforesaid Turkish legalframework.

Keywords: Capital Market Law, Law, Islamic Structured Finance, Securities, Musharaka Sukuk, Lease Certificates.

GİRİŞ

Bu makalenin amacı ve kapsamı, giderek önem kazanan İslami finansman[2,3] ve yatırım aracı niteliğini haiz sukuk menkul kıymetlerinin özel bir görünümü olan muşaraka sukukun (*musharaka/musyarakah/*

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

3 İslami esaslara uygunluk bakımından şu temel esaslara dikkat edilmelidir: Faiz (*riba*) yasağı, dayanak varlıkların İslâm hukukuna uygun olması (helal olması), sözleşmesel belirsizlik-spekülatif 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/kâr garantisi veya kesinliğinin *(guaranteed or predetermined profit)* bulunmaması gerekliliği. Bu konularla ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. BALALA, s. 23 vd.; IQBAL Zamir/ MİRAKHOR Abbas, **An Introductionto IslamicFinanceTheory and Practice,** Second Edition, John Wiley& Sons (Asia) Pte. Ltd., Singapore, 2011., s. X.

musharakahsukuk), genel özellikleri ve Türk hukukundaki somut düzenlemeleri beraberinde ele alınmasıdır. Çalışmamızda, sukuk ve Türk hukukundaki yansıması olan kira sertifikalarının, İslami finansman perspektifi yanında özellikle sermaye piyasası hukuku açısından değerlendirilmesi hedeflenmiştir.

Türk özel sektörü tarafından yapılacak sukuk ihraçları, Sermaye Piyasası Kanunu (SerPK) m. 61 ve Sermaye Piyasası Kurulunun (SPK) III-61.1 sayılı "Kira Sertifikaları Tebliği" hükümleri ile düzenlenmiştir. Tebliğin isimlendirilmesinden de açık olarak anlaşıldığı üzere ülkemizdeki sukuk düzenlemelerinde sukuk kavramının karşılığı olarak kira sertifikası terimi esas alınmıştır[4]. Bununla birlikte aşağıda ele alınacağı üzere kelime olarak kira sertifikası, sukuk türlerinden sadece birini ifade etmektedir.

Çalışmamızda yurt dışı sukuk düzenlemeleri ve genel kavramlar ile Türk sukuk/kira sertifikası düzenlemeleri ile ilgili açıklamalar, ayrı bölümler hâlinde ele alınacaktır. Makalemizin yurt dışı sukuk uygulamalarının ele alındığı kısmında sukuk ve muşaraka sukukun genel ve teorik esasları ortaya konulacaktır. Çalışmamızın Türk hukuku düzenlemelerinin değerlendirildiği kısmında ise sukuk ve muşaraka sukukun hukukumuza yansıyan somut hükümleri belirtilecektir. Türk sukuk/kira sertifikası düzenlemeleri, ülkemizde henüz muşaraka sukuk ihracının görülmemesi[5], çalışmanın kapsamını sınırlı tutmak almak amacıyla esaslı noktaları itibariyle değerlendirilecektir.

Yukarıdaki açıklamalar ışığında makalemizde öncelikle sukukkavramı ve onun ortaklık sözleşmesine dayanan özel bir türü olan muşaraka sukuk ile ilgili genel esaslar belirtilecek, daha sonra ise Türk hukukundaki sukuk ve muşaraka sukuk düzenlemeleri değerlendirilecektir.

I. SUKUK KAVRAMI

A. TANIM ve GENEL ÖZELLİKLER

1. TANIM

Sukuk kavramı genel olarak İslami yatırım aracı niteliğini haiz faizsiz bono veya tahvilleri ifade etmektedir. Sukuk (صكوك) kelime olarak ise Arapça "sakk" (sak /الصك) yani "mal sahipliğini gösteren belge" veya "sertifika /

4 Bu nedenle özellikle çalışmamızın Türk hukukuna ilişkin kısmında kira sertifikası ve sukuk aynı anlama gelecek şekilde kullanılmıştır.

5 İhraç ve halka arz verileri için bkz.
http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=895.

senet/ çek" anlamına gelen kelimenin çoğul hâlde kullanımını karşılayan ve günümüzde İngilizceye de aynı şekilde yerleşen finansal terimdir[6].

Sukuk, eşit itibari değeri haiz olan ve dayanağı olan maddi veya maddi olmayan (*both tangible and intangible*) varlık[7] (*asset*)[8], intifa hakkı, hizmet hakkı veya belirli projelerdeki yatırımlar veya özel yatırım işlemlerinin bütünü üzerinde mülkiyet hakkını temsil eden (yatırımcının katılım payı oranında/ *proportional to the investor's interest*) sertifikalar şeklinde tanımlanabilecektir[9]. Sukuk, serbestçe alım satımı yapılabilen, onaylı varlıklar üzerindeki sahiplik ve ticaret temelindeki İslami katılım sertifikalarıdır.

İslami finansman konusunda muhasebe ve fıkıh standartları yayınlayan uluslararası bir kuruluş olan İslami Finansal Kuruluşlar için Muhasebe ve Denetleme Organizasyonu (The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions –AAOIFI)[10] tarafından kabul edilen[11] 17 no'lu şeriat (*sharia*)standardında[12] (*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 varlıklarının bütünü üzerinde (katılım oranında) sahiplik hakkını[13] temsil eden, eşit nominal değeri haiz olan sertifikalardır[14]. Bu standardın kabulü ile sukukun varlığa dayalı olması,

---

6 UMAR Mohammed Idris, 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 1-3rd April 2008, s. 305 vd.; BALALA, s. 29-30; SAFARI M./ ARIFF M./ MOHAMAD S., **Sukuk Securities, New Ways of Debt Contracting,** Wiley finance series, Singapore,2014, s. 14.

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

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

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

10 İslami 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.

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

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

13 Sukuk, dayanak varlığın bütünü üzerinde belirli süreli olarak bölünmemiş mülkiyet hakkını temsil etmektedir.

14 http://www.global-İslamic-finance.com/2009/10/sharia-standard-no-17-investment-sukuk.

hak ve borçların açık ve şeffaf olarak tespit edilmesi, menkul kıymetin gelirleri ile fonların kullanım amacının ilişkili olması, sukukun gerçek varlıklara dayalı olmasının zorunlu olması ve İslami esaslara uygun/helal sözleşmeye (*sharia compliant contract*) konu olması gerekliliği açıklığa kavuşturulmuştur[15].

Sukuk, sukuk düzenlemeleri ve ihraçları bakımından öncü ülke konumundaki Malezya'da Malezya Uluslararası İslami Finansman Merkezi (Malaysia International Islamic Financial Centre -MIFC) tarafından da benzer bir şekilde tanımlanmıştır: SAC[16] tarafından İslami esaslara uygun olduğu kabul edilen varlıkların bütünü üzerinde mülkiyet hakkını veya yatırımı temsil eden eşit itibari değeri haiz sertifikalardır[17]. 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 İslami/şer'i esaslara uygun olmalıdır; finansman veya yatırım sözleşmesi ile finansman edinen taraf ile yatırımcı/finansör hiçbir şekilde sözleşmenin taraflarını oluşturmamalıdır[18]; yatırımcı veya finansörün olağan iş alanı, finansman/yatırım işleri olmamalıdır; yatırım/finansman sözleşmesi çerçevesinde borç senedi (emre muharrer senet-*promissory note*) düzenlenmemelidir.

---

html. İslami 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).

15 BALALA, s. 30-31. Güncelleştirilme aşamasında olan bu standardın 2009 senesindeki son hâli için bkz. http://www.global-İslamic-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://İslamicbankers.files.wordpress.com/2008/09/aaoifi_sb_sukuk_feb2008_eng.pdf.

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

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

18 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, Malezya Sermaye Piyasası Kurulu (Securities Commission Malaysia) tarafından da SAC tarafından kabul edilen şer'i esas 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[19].

2. GENEL ÖZELLİKLER

Sukuk, temelinde türüne göre farklılık arz eden ve İslami 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*) İslami 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[20]. 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[21] gibi sukukun ruhuna aykırı yapılar oluşturulmaktadır. Sukuk ihraçlarında yatırımcıları temerrüt gibi risklerden korumak üzere, İslami 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, kâr 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[22] gelir ortaklığı, ortaklık temelli (*equity-based*[23]) gelir sağlayan

---

19 https://www.sc.com.my/legislation-guidelines/sukuk/.

20 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.

21 Bu hâlde olası zarar ile getiri arası fark, kaynak kuruluş tarafından yüklenilmektedir.

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

23 Bu ifade ile burada kâr ve zarara ortaklığı (gelir riski) içeren ve geleneksel finansman yolları

bir senettir. Sukuk bir diğer formunda ise belirli bir yatırım üzerinde bölünmemiş bir mülkiyet hakkını (muşaraka veya mudaraba) temsil etmektedir[24].

Sukuk genel olarak 3-5 yıl vadeli olarak ihraç edilen menkul kıymetlerdir. Bununla birlikte son dönemde 30 ve 15 yıl vadeli ihraçlar da gerçekleştirilmiştir[25].

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

B. SUKUKUN HUKUKİ NİTELİĞİ

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 İslami tahvil[26] olarak adlandırılmasına rağmen esasında tahvil niteliğinde olmayıp, daha çok varlığa dayalı menkul kıymetlere (*asset backed securities*-ABS) benzerlik arz eder. Sukukun hukuki nitelik olarak "İslami yatırım fonu sertifikası" (*Islamic investment trust certifcates*) veya İslami yatırım sertifikası (*Islamic investment certificate*) olarak nitelendirilmesi daha yerinde olacaktır[27].

Sukukun bütün tipleri temel olarak İslami 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 tarafları şunlardır: Sukuk ihracı ile fon sağlamak isteyen "kaynak kuruluş" (*originator*)[28]; kaynak/sponsor kuruluşun sukuk ihracı için kullandığı ihraççı "özel amaçlı kuruluş/varlık

olan faize dayalı borç finansmanı (*debt financing*) dışındaki finansman yolları anlatılmaktadır, (BALALA, s. 27).

24 Malaysian Debt Securities and Sukuk Market, s. 4.

25 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).

26 Sukuk, tahvil olarak adlandırılmakla birlikte isimlendirme dışında tahvil ile ciddi farklılıklara sahip bir araçtır.

27 BALALA, s.29-30.

28 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.

kiralama şirketi" (*special purpose vehicle*-SPV)[29] ve ihraç edilen sukuku satın alan yatırımcılar[30].

Sukuk ihracı süreci, faizsiz varlıkların[31] İslami esaslara uygun şekilde bir nev'i menkul kıymetleştirilmesinin (*securitization*) gerçekleştirildiği[32] yapılandırılmış finansman modelidir. Sukukun varlığa dayalı menkul kıymetleştirme veya külli ticari işletme/ticaret menkul kıymetleştirmesi (*whole business securitization*) niteliğinde olduğu da ifade edilmektedir[33]. Sukukun yukarıda ele alındığı şekildeki ihraç yapısı, varlığa dayalı menkul kıymetleştirmelere[34] benzemektedir. Benzerlik, her iki yapı da da ihraççı olarak SPV kullanılması ve menkul kıymetlerin varlığa dayalı olmasından ileri gelmektedir.

Sukuk ihraç sürecinin menkul kıymetleştirmeye benzerliği nedeniyle sukuk, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme ürünü menkul kıymetler

---

29 Vergi avantajları nedeniyle Cayman adalarında kurulu SPV'ler kullanılabilmektedir, (KUSUMA/SILVA,, s. 18).

30 Handbook, s. 4.

31 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).

32 BALALA, s. 29-30.

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

34 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, 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 hâllerde bütün menkul kıymetleştirmeleri ifade eden bir üst kavram olarak da kullanılabilmektedir.

olan varlığa dayalı menkul kıymetlerin (VDMK/*Asset backed securities*-ABS) İslami finansman alanındaki karşılığı olarak değerlendirilebilecektir. Bununla birlikte sukuk ihraçları kanımızca, hem faiz dışı alacaklara dayanması hem de bütün sukuk türlerinde gerçek satış (*true sale*)[35] 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 esas alındığında, menkul kıymetleştirmeye benzer nitelikte olan sukuk, varlığa dayalı olanlardır. Varlığa dayalı sukuk, ihraç sürecinde gerçek satış işlemi olan sukuktur. Sukuk ihracı son tahlilde, menkul kıymetleştirmeye benzer şekilde işlemekle birlikte İslami 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[36].

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[37].

Varlığa dayalı ve varlık temelli menkul kıymetler arasındaki temel farklılık, süreçte gerçek satış (*true sale*)[38] işleminin varlığı ve dayanak

35 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.

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

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

38 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

varlıktan kaynaklı risklerin 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 temsilen, SPV ve onu yöneten inanılana (*trustee*) yapılacaktır. SPV/*trustee* iflas korumalı[39] 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*[40]) 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[41]. 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[42]. Buradaki şeklen İslami kurallara uygunluk için yapılan satış işlemin sadece görünürde İslami olmasına neden olmaktadır[43].

Varlık temelli sukukun en tipik örneklerini murabaha, *ijarah*, *salam* ve istisna sukuk oluşturmaktadır[44]. Bu tür borç ilişkisindeki alacaklar bir havuzda bir

varlığın, devreden kuruluşa doğrudan veya dolaylı olarak geri temliki sonucunu 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., True Sale of Receivables: A Purposive Analysis, **American Bankruptcy Institute Law Review**, Vol. 16 (Ağustos 2008), s. 511-562.

39 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.

40 Devir hakkı olmaksızın semerelerden yararlanmayı ifade eder.

41 HIDAYAT, s. 25.

42 HIDAYAT, s. 26.

43 HIDAYAT, s. 27.

44 ABDUL AZİZ Razi Pahlavi / GINTZBURGER Anne-Sophie, Equity -Based, Asset-Based and Asset-Backed Transactional Structures in Shari'a-Compliant Financing: Reflections on

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" 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 hâlinde sukuk sahiplerinin kaynak kuruluşa karşı olan alacağı teminatsız bir alacaktır. 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 imkânı olmaması nedeniyle, kaynak/sponsor kuruluşun güvenilirliği sukukun taşıdığı temerrüt riski bakımından önem kazanmaktadır.

Varlık temelli menkul kıymetler geliri dayanak borca ekli yükümlülüklerdeki finansal haklara bağlıdır. Bu yapıdaki sukuk, borç satışı (ticareti) olması (*Ba'i al-Dayn*/بيعالدين) ve faiz yasağını dolanmak için yapılan çifte satış[45] **(***Ba'i Al-'Inah*) içerebilmesi nedeniyle, İslami esaslara aykırı kabul edilmektedir[46]. Bu açık tespite rağmen sukuk ihraçlarının büyük çoğunluğu varlık temellidir[47].

Muşaraka ve mudaraba gibi varlık temelli sukuk kategorisinde yer almakla birlikte kâr-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. Kâr-zarar ortaklığına dayanan yapısı nedeniyle muşaraka ve mudaraba sukuk diğer varlık temelli sukuk yapılarından ayrılmaktadır. Bununla birlikte gelir garantisi içeren muşaraka-mudaraba

---

the Current Financial Crisis, Economic Papers: **A journal of applied economics and policy,** Volume 28, Issue 3 (September 2009), s. 270–278.

45 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.

46 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.

47 HİDAYAT, s. 28.

ihraçları kâr-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 edilmektedir. Varlık temelli sukukun aksine burada temerrüt riski bulunmaz. Bunun nedeni tahvil benzeri bir borç taahhüdü yapısının olmaması ve dayanak varlıktan kaynaklı kâr 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)[48]. Bu devir nedeniyle dayanak varlık kaynak kuruluşun bilançosunda çıkmaktadır. Dayanak varlıklar, maddi ve belirli varlıklar olabileceği gibi alacak hakkı[49] 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 rücu edemez. Varlığa dayalı sukuk sahibine alacak hakkından ziyade, hisse senedine benzer 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[50]. 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 doğrudan dayanak varlığın olası gelirine endeksli getiri sağlaması ve iflas korumalı SPV kullanımı nedenleriyle temerrüt riski olmayan menkul kıymetlerdir[51].Varlığa

48 HIDAYAT, s. 26-27.

49 Alacak/borç ilişkisinin ticaret konusu yapılarak alınıp satılması İslami esaslara uygunluk tartışması nedeniyle Malezya piyasasında mümkün olabilmektedir

50 ABDUL AZİZ / GINTZBURGER, s. 270–278;
http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1759-3441.2009.00035.x/epdf.

51 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.

dayalı sukuk, dayanak varlıktan kaynaklı risklerin sukuk yatırımcısına aktarılmasına imkân verdiği ve tahvil yapısından uzak olması nedeniyle İslami esaslara daha uygun bir ihraç yapısıdır.

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

Sukuk sahibi yatırımcının, kaynak kuruluşun iflası veya temerrüdü nedeniyle ihraç belgelerinde öngörüldüğü şekilde ödeme alamaması hâlinde, doğrudan dayanak varlıklar (örneğin, ortak girişim) üzerinde tasarruf hakkı var mıdır? Sorusunun cevabı genel olarak tartışmalıdır. Yatırımcıların varlığa dayalı sukukda temerrüt hâlinde menkul kıymetleştirmeye benzer şekilde dayanak varlıklara rücu edebileceği; varlık temelli menkul kıymetlerde ise kaynak kuruluşa rücu edebileceği ancak dayanak varlık üzerinde hakkı olmadığı belirtilmektedir[52].

Bu durum varlık temelli sukukda dayanak varlıkların teminat işlevli ve sukuk yatırımcısının bir nev'i finansör 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 TAHVİLLERDEN FARKLARI

Yukarıda değinildiği üzere sukuk, tahvil niteliğinde olmayan, İslami esaslara uygun varlıklara dayalı ve İslami esaslara uygun getiri sağlayan menkul kıymetlerdir.Bunun nedeni tahvillerin ihraççısı için bir miktarı belirli ve faiz alacağı da içeren bir borç[53] oluşturmasına rağmen sukukun hâlihazırda 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[54]. 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; ihraççının SPV olması; faiz içermemek (mudaraba, muşaraka ve icara gibi sözleşme gelirlerinden pay)

52 AFSHAR, s. 45.

53 Tahvil sahibi için de alacak hakkı oluşturmaktadır.

54 https://www.sukuk.com/education/important-differences-sukuk-traditional-bonds-2207/.

ve gelir-zarar ortaklığı niteliğinde olmak; sadece İslami amaçlarla ihraç edilmek; tahvilin ihraççıdan kaynaklı risk içermesine karşın sukukun varlığa dayalı risk içermesi[55].

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 (İslami esaslara uygun olmalıdır/*comply with Shariah principles*[56]) göre değişken iken tahviller önceden belirli bir getiriye (faiz) sahiptir. Bu durum tahvilleri "*riba*" yasağına aykırı araçlar hâline getirmektedir. Sukukun satışı, aynı zamanda onun dayandığı varlıktaki mülkiyet 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 hâle getirmektedir[57].

C. SUKUK PİYASASI

Sukukun ortaya çıkışı 1970'lerdeki İslami bankacılık uygulamalarına dayanmakla birlikte "gerçek anlamda" ilk sukuk ihraçları, Malezya'da 2002 senesinde gerçekleştirilmiştir[58]. 2020 senesi itibariyle küresel sukuk piyasasının hacim olarak 250 milyar dolar seviyesine gelmesi beklenmektedir[59].

---

55 Safarı/ Arıff/ Mohamad, s. 17-18.

56 Malezya'da bu konudaki standartlar 1996'da kurulan Şeriat Danışma Kurulu (Shariah Advisory Council-SAC) tarafından belirlenmektedir.

57 Malaysian Debt Securities and Sukuk Market, s. 31.

58 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.: İslami Finans Sistemi Çerçevesinde Sukuk (İslami Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları ve Türkiye Açısından Değerlendirmeler, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara, 2009, 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. .

59 The Sukuk Handbook, **A Guide To Structuring Sukuk,** Latham & Watkins LLP, https://www.lw.comadresinden 01.08.2016 tarihinde erişilmiştir, s. 3 (Handbook).

Her sukuk ihracı ile hedeflenen temel amaç, İslami esaslara uygun şekilde sermaye piyasalarından fon sağlanmasıdır. Bu temel amacın diğer yönünde ise İslami esaslara uygun olarak yatırım yapmak isteyen yatırımcılar yer almaktadır.

Küresel sukuk ihraçları bakımından Malezya[60], Endonezya, Suudi Arabistan ve Birleşik Arap Emirliklerinin önde gelen ülkeler olduğu görülmektedir.Küresel sukuk ihraçları bakımından Ortadoğu, Asya, Uzakdoğu ihraçlarının toplam sukuk ihraçlarının %80'ini oluşturmaktadır. İç piyasaya yapılan sukuk ihraçları bakımından da benzer veriler olmakla birlikte Asya ve Uzakdoğu ihraçlarının Ortadoğu ihraçlarından daha fazla hacimde olduğu görülmektedir[61]. İslâm ülkesi olmamakla birlikte İslami yatırım araçlarına yatırım imkânı 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[62]) 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 belirtilmektedir. Ancak burada sadece son yıllardaki uluslararası ihraçlar esas alındığında ise muşaraka yapısından ziyade "*Ijara*" ve "*wakalah*" yapısının ihraç yapısının yaygın hâle gelmekte olduğu söylenebilecektir. İç piyasaya yapılan ihraçlar bakımından ise muşarakanın hâlâ tercih edilen bir yapı olduğu tespit edilebilecektir[63]. İslami leasing olarak nitelendirilebilecek ijara sukuk yapısı, son dönemde daha çok tercih edilebilmektedir. Kanımızca, zarar riskinin olmadığı araçların tahvil olarak nitelendirilmesi ve İslami araç kapsamı dışında değerlendirilmesi daha yerinde olacaktır.

---

60 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).

61 **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.

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

63 IIFM sukuk report, s. 29-31.

AAOIFI'nin 1998'de "Standard 21" çerçevesinde uygun bulmasının ardından 1999 senesinde 'The Dow Jones Islamic Market Index' (DJIM) Bahreyn'de şeri hukuk kurallara uygun yatırım araçlarının esas alındığı ilk endeks olarak ortaya çıkmıştır. NASDAQ Dubai sukuk araçlarının işlem gördüğü en önemli piyasadır[64]. Sukukun işlem gördüğü belli başlı diğer borsalar olarak Malezya Borsası (Bursa Malaysia)[65], Londra Borsası ve Luxemburg Borsası belirtilebilecektir. Sukukun Türkiye'deki yansıması olan "kira sertifikaları" da Borsa İstanbul (BİST) Borçlanma Araçları Piyasası'nda, işlem görebilme imkânına 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 Almanya, Hong Kong (Çin), Lüksemburg, G. Afrika, ve United Kingdom gibi ülkelerin ihraçları dikkat çekmektedir[66]. Aynı şekilde Müslüman olmayan yatırımcılar da sukuk yatırımı gerçekleştirmektedir[67]. Sukukun kamusal- özel sektör ihraççı ayrımı bakımından hacimsel büyüklüklerine bakıldığında ise son yıllarda kamusal ihraçların hacimsel olarak azaldığı, özel sektör ihraçlarının ise dalgalı seyir izlediği söylenebilecektir[68].

Sukuk ikincil piyasasının gelişmesi için ihraç yapılarının, standardizasyonu ve İslâm hukukuna uygunluğu konusunda fikir birliği sağlanması gibi sorunlarının aşılması gerektiği belirtilmektedir[69]. Standardizasyon eksikliği ve bazı sukuk türlerinin (*salam* gibi[70]) ikincil piyasasının İslami kurallara göre yasak olması sukukun ikincil piyasadaki likiditesinin de azaltan etkenlerdir[71].

Sukukun gelişmesi için gerekli olan diğer önemli husus ise açık yasal ve düzenleyici hukuki düzenlemeler yapılması gerekliliğidir.

64 Ayrıntılı bilgi için bkz. http://www.nasdaqdubai.com/products/İslamic-securities.

65 IIFM sukuk report, s. 23-24.

66 Ayrıntılı liste için bkz. KUSUMA/SILVA, s. 17-18.

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

68 Ayrıntılı bilgi için bkz. IIFM sukuk report, s. 15-16.

69 KUSUMA / SILVA, s. 6, 15.

70 İstisna ve murabaha sukukun da Şer'i kurallar gereğince, ikincil piyasada itibari değeri dışında işlem göremeyeceği, mudaraba vemuşarakasukukun ikincil piyasasının olmasının da özel yapılarda ihraç edilmelerine bağlı olduğu belirtilmektedir, KUSUMA/SILVA, s.9.

71 KUSUMA / SILVA, s. 9.

Hukuki düzenlemelerin özellikle ihraççı SPV'nin kuruluşu, hukuki organizasyonu, ona yapılacak varlık devrileri ve olası iflas ve tasfiyesini ve İslami esaslara uygun yönetim ve açıklık gibi konularıkapsamına alması şarttır[72]. Yatırımcıların korunmasını bakımından yapılandırılmış finansman araçlarının genel sorunu olan karmaşıklık, sukuk ihraçları bakımındanda giderilmeli ve sade yapılı (*plain vanilla*) ihraçlar gerçekleştirilmelidir[73].

D. SUKUK TÜRLERİ

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[74]: Kiradaki varlıkların aslına malik olmayı sağlayan sahipliğe dayalı sukuk (leasinge dayalı sukuk/ İcare sukuk/*Ijarah-Ijara* sukuk/*sukuk al Ijara sukuk*)[75]; yatırım vekaletine veya yönetim sözleşmesine dayalı sukuk (*wakala sukuk*)[76]; alım-satıma dayalı sukuk (*murabaha sukuk*/finansman desteğine endeksli sukuk)[77]; eser sözleşmesine dayalı sukuk (İstisna

72 KUSUMA / SILVA, s. 10-11.

73 KUSUMA / SILVA, s. 14.

74 KUSUMA / SILVA, s. 2.

75 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; IQBAL/MİRAKHOR, s. X-Xİ.

76 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 kâr payını kesmek suretiyle elde tutar ve yönetir. SPV elindeki varlıkların yönetiminden elde edilen geliri sukuk sahiplerine paylaştırır. İslâmî yatırım fonlarınca kullanılan bir yöntemdir.

77 Bir varlık veya hakkın öncelikle SPV tarafından satın alınarak, belirli şirketlere (fon kullanıcısı/*client*) önceden belirli olan kâr marjı (*profit margin/mark-up*) eklenerek vadeli olarak satılması işlemidir. Sukuk burada fon kullanıcısının varlık veya hak alımınıfinanse etmek için ihraç edilmektedir. Bu finansman sürecinde, finans sağlayan bakımından riskler, fon kullanıcısı müşteri ve kâr marjıdır. Kar marjı tek toplu ödeme şeklinde belirlenebileceği gibi sağlanan

sukuk)[78]; murabaha akdine dayalı sukuk; selem (*salam*) akdine dayalı sukuk[79]; ortaklığa dayalı sukuk türleri olarak, emek-sermaye ortaklığına (*mudarabe*) dayalımudaraba (*mudharaba/sukuk al-Mudharaba*)sukuk ve sermaye ortaklığına dayalı (*müşareke*) muşaraka (*muşharakasukuk/ sukuk al-Musharaka/*صكوكالمشاركة) sukuk; bu türlerde kullanılan varlıkların değişik şekillerde birlikte kullanıldığı karma sukuk[80].

Makalemizin konusu olan muşaraka sukuk, mudaraba 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.

İslami finansman araçları getirileri bakımından, sabit getirili ve değişken getirili sukuk olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır[81]. Buna göre murabaha, *ijara, salam* ve istisna sabit getirili, mudaraba and muşaraka ise değişken getirili finansal araçlardır. Muşaraka ve mudarabanın kâr-zarar durumuna göre değişken getirili olabilme hâli, İslami esaslara en uygun finansman yapısı oluşturmaları savımız ile de örtüşmektedir. Değişken getirili sukuk türleri, muşaraka sukuk yapısını temel alırken, sabit getirili sukuk ise *ijare* sukuk yapısını temel almaktadır[82].

---

finansman esas alınarak oransal biçimde de belirlenebilecektir. Bu finansmanın İslami 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 tarafından yasaklanmıştır (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.

78 SPV'nin iş sahibi sıfatıyla taraf olduğu bir eser sözleşmesi kapsamında gelecekte bir eserin meydana getirilmesi ve teslimini sağlamak amacıyla imzalanan sözleşmeye 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.

79 Ticari malları konu alan *forward* sözleşmelerine dayalıdır.

80 Diğer sukuk türlerinin bileşimi şeklindeki karma sukuk (*hybrid*) ihraçlarıdır.

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

82 HASSAN/LEWIS, s. 242.

2. ORTAKLIĞA DAYALI SUKUK TÜRLERİ

Ortaklığa dayalı sukuk genel olarak, SPV'nin bir "ortak girişim"e (*joint venture*)[83] ortak olmak ve bundan kâr etmek amacıyla ihraç ettiği sukuktur. Sukuk ihracı ile elde edilen finansman ortaklaşa yapılacak işte kullanılmaktadır. Ortaklıktan elde edilen kâr, SPV ve kaynak kuruluş arasında paylaşılacaktır.

Ortaklığa dayalı sukuk türleri, "*mudaraba sukuk*" ve "*muşaraka sukuk*"tur. Bu sukuk türleri İslami esaslara en uygun finansman yöntemleridir[84]. Mudaraba ve muşaraka sukuku birbirlerinden ayıran temel nokta SPV ve sukuk sahiplerinin tümünün sermaye olarak nakit vb. sermaye getirip getiremeyeceği hususudur[85].

Mudaraba sukuk (emek- nakit sermaye ortaklığı) yapısı, bir tarafın (girişimci/fon kullanıcısı/kaynak kuruluş/*mudarip/entrepreneur*) emek[86] (*know-how* gibi) diğer tarafın (yatırımcılar) ise SPV üzerinden sermaye koyduğu, kâr garantisi olmayan bir ortaklık kurulmaktadır. Mudarabada yatırımcılar aldıkları sukuk ile ortaklığa SPV üzerinden nakit sermaye getirmektedir.

---

83 "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.

84 USMANİ, Mufti Muhammad Taqi, **An Introduction to Islamic Finance,** Karachi, 1998, s. 12.

85 Mudaraba (*mudharaba*) veya katılımlı finansman, modern İslami finansal kuruluşların yatırımları finanse edebilmesi ve fon yönetim hizmetleri için geliştirilen ortaklığın özel bir formudur. Bu form sayesinde İslami esaslar dahilinde kâr ve zarar paylaşımı esasına dayalı olarak bir tarafın nakit sermaye (*financier/rabb al mal*) diğer tarafın ise bir fon yöneticisine benzer şekilde nakit dışı (deneyim, *know-how* gibi) sermaye katılımı ile gerçekleştirildiği (*mudharib/fund manager*/SPV) bir ortaklıktır. *Mudharib* sermayeyi daha önce üzerinde anlaşıldığı şekilde kullanır ve olası kâr ve zararı daha önceden belirli oranda (*predetermined share*) paylaşımını gerçekleştirir, (BALALA, s. 28-30).

Mudarabanın yönetim prensipleri ise şunlardır: elde edilecek olası kâr, 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.

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

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

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

86 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*), kaynak kuruluş veya nihai (*ultimate*) borçlu olarak adlandırılır (*obligor/originator*).

Ortaklıktan elde edilen kâr (olası) daha önceden belirli oranlar ile taraflar arasında[87] paylaştırılacaktır. Girişimci, vade sonunda veya temerrüt hâlinde ihraççı SPV'nin ortaklıktaki payını önceden verdiği taahhüt çerçevesinde 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 kâr 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 ihracını gerçekleştirmekte, diğer yandan ise yatırımcılar adına *trust*[88] 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 SENESİNDEKİ AAOIFI KARARI VE ETKİLERİ

2007 senesi öncesi dönemde mudaraba ve muşaraka için konulan sermayenin vade sonunda alınması önceden belirli olan bir bedel (yatırılan sermaye katılım ve üzerine eklenen dağıtılmamış kâr payı) üzerinden gerçekleştirilmekteydi. Bu uygulama, AAOIFI İslami esaslar komitesi (*Sharia committee*) başkanı Hâkim Taqi Usmanitarafından yayınlanan içtihat ile değişmiştir.

"AAOIFI's Statement of 2008" olarak anılan bu içtihada göre, geri ödemeler konusunda garanti içeren uygulama, İslami finansmanın kâr-zarar paylaşımını amaçlayan ruhuna ve esaslarına uygun değildir[89]. Hâkim Usmani'nin ana eleştirisi, kaynak kuruluş(nihai/*ultimate* borçlu) getiri garantisinin (yatırımın ileride daha önceden itibari değeri ile orantılı belirli bir

87 SPV'nin payına düşen kâr tutarı dönemsel ödemeler şeklinde sukuk yatırımcılarına aktarılacaktır.

88 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*trust* ilişkisi ve *trust* senedi çerçevesinde, yararlanan lehine yönetir.

89 KUSUMA / SILVA,s. 2 vd. .

tutardan geri alınacağı taahhüdü gibi) İslami finansmanın kâr-zarar paylaşımı öngören esasına aykırı olduğu şeklindeki haklı 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 kararından önce, kaynak kuruluşun SPV'den (trustee) yatırım/girişimin belilrli bir kısmını temerrüt gibi hâllerde 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 kâr 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 girişim 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 kâr-zarar ortaklığı kimliğine kavuşan mudaraba ve muşaraka ihraçları, özellikle körfez ülkeleri bakımından ciddi oranda bir azalmıştır. Aynı eleştiri, Malezya'da yapılan murabaha benzeri "*bai bithaman ajil-BBA*" ihraçları bakımından da yapılmaktadır[90].

II. MUŞARAKA SUKUK

A. TANIM ve GENEL ÖZELLİKLER

Muşaraka sukuk, muşaraka sözleşmesine (varlık) temeli üzerine bina edilen sukuk yapısıdır. Muşaraka kelimesi, Arapça'da paylaşma anlamına gelmektedir[91]. Muşaraka[92] sukuk (*musharakah/musyaraka/Sukuk*

90 KUSUMI/SILVA, s. 6-7.

91 USMANI, s. 17.

92 Muşaraka kelimesi Arapça paylaşmak anlamına gelmektedir. Şirket/ortaklık (*shirkah*) kelimesinden türetilmiştir. Ayrıntılı bilgi için bkz. ARSHAD, Noraziah Che, **Shariah parameters for Musharakah Contract:** A comment, International Journal of Business and

al Musharaka/musharaka sukuk) veya "kâr-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*)[93] finanse edildiği ortaklığa[94] dayalı sukuktur. Muşaraka sukuk ihraç sürecinde her iki tarafın da sermaye koyduğu[95] ve kural olarak kâr-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[96].

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[97]. 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 hâliyle tedavül edebilme imkânına sahip olmayan (likit olmayan) ortaklığın mülkiyet hakkı, belirli katılım payları şeklinde likit hâle getirilerek ikincil piyasada tedavül edebilmektedir. Muşaraka sukuk, ile hâlihazırda likit olan (para, alacak veya avans) varlıklar üzerinden işlem yapılması hâlinde bu muşaraka sukukun alınıp satılması İslami kurallara uygun değildir[98].

Muşaraka sukuk yapısı, yatırım ve finansman (sermaye finansmanı, ticari finansman ve varlık finansmanı), joint-venture yatırımları, varlık portföy havuzları (örneğin, kira getirisini haiz gayrimankuller) yatırımları ve kâr-zarar esaslı paylaşımlara uygundur[99].

Social Science Vol. 1 No. 1, October 2010, s. 145 vd. ; https://www.İslamicbanker.com/education/sukuk-al-musharaka.

93 "Ortak girişim" ifadesi genellikle "*joint venture*" olarak adlandırılan ve tüzel kişiliği olmayan esnek yapılı ortaklıklar için kullanılmakla birlikte buradaki anlamı sermaye şirketlerini de kapsamaktadır.

94 Türkiye'de kira sertifikaları öncesi dönemde uygulanan kâr ve zarar ortaklığı belgeleri (KZOB), müşaraka sukuka amacı yönünden benzemekle birlikte, işletmeye ortak olma ve SPV kullanımı gibi noktalarda ondan farklılık göstermektedir.

95 Tekrar belirtilecek olursa muşaraka sukuk, mudaraba sukuktan özellikle bu yönü ile ayrılmaktadır.

96 HASSAN/LEWIS, s. 51.

97 Malaysian Debt Securities and Sukuk Market, s. 31.

98 TOK, s. 19.

99 BALALA, s. 27; Bank Negara MalaysiaShariah Advisory Council (SAC)**, Shariah Resolutions**

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 mudaraba ve muşaraka benzerdir[100].

Muşaraka sukuk, SPV'nin diğer ortaklarla birlikte sermayesine katıldığı bir ortak girişimden elde edilen kârın 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 adlandırılan bu yapısal "ek teminatlandırma" ile sukuk sahiplerinin hakları korunmuş olmaktadır.

Muşaraka terimi, ortak girişimden kaynaklı kâr 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 edilecek olası kâr, önceden sözleşme ile belirlenen oranlarda (*pre-agreed ratios*) paylaştırılırken; ortak girişimden doğacak olası zarara ise her ortak sermayesi katılımı oranında ilişkili (*pro-rated*) ve onunla sınırılı olarak katlanacaktır.

Muşaraka sertifikaları, yeni bir projeyi gerçekleştirmek 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.

---

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.pdfadresinden 01.08.2016 tarihinde erişilmiştir).

100 KUSUMA / SILVA, s. 27.

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 hâlinde bu yöndeki hükümler şirket/ortak girişim ana/esas sözleşmesinde de ayrıca düzenlenir.

VKŞ, ortak girişimden kaynaklı olası zararlardan ancak koyduğu sermaye ile sınırlı olarak 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 SÜRECİ ve YAPILANDIRILMASI

Muşaraka sukuk, dayanak ortaklık/kâr zarar ortaklığı sözleşmesinin bütün taraflarının nakit vb. [101]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 İslami 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[102] katılımcıları hâlihazırda mevcut veya yeni kurulacak bir otaklığa yatırım yapmaya (muşaraka sukuk almaya) daveti ve muşaraka sukuk ihracı için SPV'yi[103] kurması ile başlamaktadır. İhraç için kullanılacak SPV, daha önceden mevcut olabileceği gibi sadece bu yatırım için de kurulabilecektir.

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.

---

101 Musharik kuruluş, muşarakaya arazi veya diğer bir fiziki varlık getirir.

102 Çalışmamızın kira sertifikalarının ele alındığı kısmında belirtileceği üzere bu kuruluş farklı isimlerle de anılabilmektedir.

103 Türk hukukunda kira sertifikası ihracında bulunacak SPV, anonim şirket şeklinde ticari organizasyona sahip, varlık kiralama şirketi olarak düzenlenmiştir.

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 kâr payı ödemesi yapmaktadır.

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

Burada kaynak kuruluşun geri dönülemez bir yükümlülük olarak 6'şar aylık dönemler hâlinde SPV'nin muşaraka paylarını önceden belirli bedel üzerinden satın alma yükümlülüğü altına girebildiği ifade edilmektedir[104]. Bu durumda belirlenen sürenin sonunda SPV'nin muşarakada hiçbir payı kalmamaktadır[105].

C. TÜRLERİ

Muşaraka sukuk, tarafların emek dışında nakit vb. sermaye getirdiği çok farklı ortaklık yapılarıüzerinden ihraç edilebilecektir. İslami fıkıh bakımından "*shirkah*" yani paylaşma kelimesi temeline dayanan[106] muşaraka sukuk uygulamada iki şekilde farklı yapıda ihraç edilmektedir[107]: "*Shirkat al-'Aqd*" ve "*Shirkat al-Melk*"[108].

---

104 Böyle bir yükümlülük, AAOIFI 2008 standardına aykırılık teşkil edecektir.

105 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).

106 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 ikiye 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) .

107 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.İslamicbanker.com/education/sukuk-al-musharaka.

108 https://www.islamicbanker.com/education/shirkat-ul-milk-and-shirkat-ul-aqd .

1. Shirkat al-'Aqd

Bu muşaraka türü, "ticari plan" yapısı veya "ortak ticari girişim" olarak anılmaktadır[109]. Burada kaynak kuruluş (*originator*) ve inanılan kuruluş (*trustee*) çabalarını ve kaynaklarını (nakit ve ona benzer varlıklar) birleştirmek ve ortak amacı gerçekleştirmek konusunda anlaşırlar[110].

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 hâlde de kaynak kuruluş ve inanılan kuruluş o varlığın müşterek maliki hâline 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.

III. TÜRK HUKUKUNDA MUŞARAKA SUKUK

A. TÜRK HUKUKUNDA SUKUK ÜST KAVRAMI OLARAK KİRA SERTİFİKALARI

1. GENEL OLARAK KİRA SERTİFİKASI DÜZENLEMELERİ

Türk özel sektör kira sertifikaları-KS (*lease certificates*- icara/icare sukuk) ihraçları ve bu alanda kullanılacak Türk özel amaçlı kuruluşu-SPV olan varlık kiralama şirketleri (VKŞ),Türk Sermaye Piyasası Kanunu m. 61 ve "Kira Sertifikaları Tebliği" (III-61.1)[111] ile düzenlenmiştir.

Kamusal kira sertifikası ihraçları ve bu kapsamda kurulan VKŞ ise 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun m. 7/A ile düzenlenmiştir[112].

---

109 https://www.islamicbanker.com/education/shirkat-ul-milk-and-shirkat-ul-aqd .

110 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 sukuk ihracı için bkz. http://www.arabnews.com/node/275365.

111 Tebliğ olarak anılacaktır.

112 09.04.2002 tarih ve 24721 sayılı RG'de yayımlanmıştır. 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanunun 7/A maddesi kapsamında ihraç edilen

III-61-.1 sayılı Tebliğ ile Türk sukuk ürünü olan kira sertifikalarının niteliklerinin belirlenmiş ve ihraçta uyulması gereken esaslar ile varlık kiralama şirketlerinin kuruluş, esas sözleşme, devralabilecekleri varlık ve hakların tür ve nitelikleri, faaliyet, yönetim, belge ve kayıt düzeni ile tasfiyelerine ilişkin esaslar düzenlenmiştir.

Kira sertifikalarının/sukuk ihracını özendirmek üzere vergisel düzenlemeler de yapılmıştır[113]. KS ihracında VKŞ/SPV kullanımı nedeniyle mükerrer vergilendirme yapılması, kira sertifikalarını ölü doğan bir yatırım aracı yapacaktır. Sukuk için özellikle 6111, 6456, 6487 ve 6495 sayılı Kanunlarla gelir, gider, kurumlar, katma değer, damga ve emlak vergilerinde sağlanan vergisel muafiyet, istisna ve indirimler, harç istisnaları ve diğer malî teşvikler onu yatırımcı ve ihraççı için cazip kılmaktadır. Kamusal ihraçlar için öngörülen teşviklerin, özel sektör ihraçları için de aynı kapsamla düzenlenmesi gerektiğini burada belirtebiliriz.

2. KİRA SERTİFİKASI DÜZENLEMELERİNİN TARİHİ GELİŞİMİ

a. 2499 SAYILI KANUN DÖNEMİ

KS, mülga 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunda düzenlenmemiş ve bu dönemde KS ve varlık kiralama şirketleri (VKŞ) konusunda sadece SPK Tebliği düzenlemesi yapılmıştır. Bu dönemde özel sektör KS ihraçları,

---

kira sertifikaları ile bu kapsamda kurulan varlık kiralama şirketleri, III-61-.1 sayılı Tebliğ hükümlerine tabi olamamaları ve yapısal farklılık taşınmamaları nedeniyle bu makalenin kapsamı dışındadır.

113 Vergilendirme konusundaki etkin ve teşvik edici düzenlemeler nedeniyle Malezya, sukuk ihraçları ve düzenlemelerinde öncü ülke konumundadır. Özellikle 6111 sayılı kanun ile gelir vergisi kanununda yapılan değişiklikle KS geliri menkul sermaye iradı olarak kabul edilerek %10 stopaja tabi tutulmuştur. Böylece, KS diğer borçlanma araçlarının gelirlerinin tabi olduğu sisteme bağlanarak eşitlik sağlanmıştır. İhraççının kamu olması hâlinde ise stopaj oranı sıfır olacaktır. VKŞ'ler tamamen kurumlar vergisinden muaf tutulmuştur. VKŞ'ler bu muafiyete ek olarak, devraldıkları veya devredecekleri taşınır veya gayrimenkuller için herhangi bir katma değer vergisi, herhangi bir şekilde tapu harcı vb. bir harç ödemeyecekler ve tüm devir işlemlerinde damga vergisinden muaf olacaklardır. KS için VKŞ için getirilen vergisel teşvikler ve özellikle gelir vergisi stopajının % 10 olarak uygulanacak olması, KS ihracı için güçlü desteklemelerdir. Anonim, limitet ve komandit şirketler, SerPK'ya tabi yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları; bunlara benzeyen yabancı fonlar ve ortaklıklar ve benzeri olduğu Maliye Bakanlığınca belirlenenler için kira sertifikası alım satımından ve kira ödemelerinden oluşan gelirler için gelir vergisi stopajı %0'dır.

Kira sertifikalarının vergisel boyutu ile ilgili olarak bkz. YILMAZ, E., "Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi", **Muhasebe ve Finansman Dergisi,** Ocak 2014. S. 68, s. 81-100; AYDIN, E. /AYYILDIRIM, K. , "Kira Sertifikalarının ve Varlık Kiralama Şirketlerinin Gelir Vergisi ve Kurumlar Vergisi Bakımından Değerlendirilmesi", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,** Sayı: 46, Temmuz-Aralık 2015, s. 43-74.

Sermaye Piyasası Kurulunun 01.04.2010 tarihli ve 27539 sayılı Resmi Gazete'de (RG) yayımlanan Seri: III, No:43 sayılı "Kira sertifikalarına ve varlık kiralama şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" ile düzenlenmiştir.

b. 6362 SAYILI KANUN DÖNEMİ

KS'nin ilk kez bir Kanun hükmü ile düzenlenmesi, 30.12.2012 tarih ve 28513 sayılı RG'de yayımlanarak yürürlüğe giren 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun "Kira sertifikası ve varlık kiralama şirketleri" başlıklı m. 61 ile gerçekleşmiştir.

Özel sektör KS ihracını düzenleyen III-61.1 sayılı "Kira Sertifikaları Tebliği" (Tebliğ) ise 07.06.2013 tarih ve 28670 sayılı RG'de yayımlanmıştır. III-61.1 sayılı Tebliğ ile KS'nin nitelikleri belirlenerek, ihracında uyulması gereken esaslar ile VKŞ'nin kuruluş, esas sözleşme, devralabilecekleri varlık ve hakların tür ve nitelikleri, faaliyet, yönetim, belge ve kayıt düzeni ile tasfiyelerine ilişkin esasları düzenlenmiştir. Bildiri, bu Tebliğ düzenlemesinin önemli hatlarını esas alacak kapsamda hazırlanmıştır.

3. KİRA SERTİFİKASI İHRAÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

KS ihraçları, hazine ihraçları[114] ve özel sektör ihraçları olmak üzere iki ana başlıkta ele alınabilecektir. Hazine tarafından gerçekleştiren ilk kamusal ihraç, Eylül 2012'de yapılmıştır. SPK tarafından açıklanan verilere bakıldığında ilk kira seritikası ihraçlarının 2 farklı ihraççı tarafından 2011 senesinde yurt dışına satış şeklinde gerçekleştirildiği görülmektedir[115]. 2012 senesinde kira sertifikası olarak adlandırılan herhangi bir borçlanma aracı ihracı bulunmamaktadır.

Tebliğ düzenlemesi güncel anlamını bulan Türk özel sektör kira sertifikalarının ihracı ağırlıklı olarak katılım bankalarınca kurulan VKŞ'ler ile 2013 senesinde[116] başlamıştır. 2014 senesinde

---

114 Kamusal KS ihraçları, 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun m. 7/A kapsamında, kamuya ait taşınmazların kamu ihraçlarında kullanılan SPV olan Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Anonim Şirketi-HMVKŞ'ye satış yoluyla devri üzerinden kurulan yapıda yapılmaktadır. Bir diğer ifade ile bu KS ihraçları *ijare* sukuk yapısında ihraç edilmektedir. Kamusal kira sertifikaları da Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasasında işlem görebilmektedir.

115 http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=895.

116 2013 senesindeki ihraç belgesi/izahname başvurusu yapan finansal kurum ve bankaların sadece yarısı fiilen ihracı gerçekleştirmiştir. 2013 senesindeki yapılan toplam 8 ihraç ihracın yapılış usulü bakımından şu şekilde tasniflenebilecektir: Üç halka arz, iki yurt dışına satış, bir tane sadece nitelikli yatırımcıya satış, iki tane nitelikli yatırımcıya tahsisli satış. Yatırımcı ilgisi

kira sertifikası ihracı sayı olarak artmakla birlikte fiilen satılabilen sertifika tutarı, hacim [117] olarak azalmıştır. 2015 senesindeki kira sertifikası ihraçlarına bakıldığında[118] ise ihraç/ihraççı sayısının azalmasına rağmen, fiilen ihraç edilen/satılan kira sertifikası toplam hacminin artış gösterdiği görülmektedir. 2016 senesinin ilk üççeyrek verilerine göre kira sertifikası ihraçları ihraç sayısı bakımından azaldığı, önceki senelere kıyasla fiilen satılan kira sertifikası hacminin korunduğu görülmektedir. İhraç usulü bakımından ise 2016 senesinde de ağırlıklı olarak tahsisli satış yapılmış ancak yurtdışına ihraç gerçekleştirilmemiştir.

4. BENZER SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI

Sukuk ve kira sertifikaları, daha öncede ifade edildiği üzere varlığa dayalı menkul kıymetlerin-VDMK (*Asset backed securities*-ABS) İslami finansman alanındaki karşılığı olarak gösterilmektedir. İhraçta özel amaçlı kuruluş kullanımı ve finansman hedefine yönelmelerine bağlı benzerliklerine rağmen VDMK ve KS birbirinden farklı araçlardır. KS ile VDMK (SerPK m. 58 ve SPK'nın III-58.1 sayılı"Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği"), konusu olabilecek dayanak varlıklar ve ihraç sistemi olarak (özel amaçlı kuruluş kullanımı dışında) birbirinden farklıdır.

Burada Türk hukuku bakımından KS'ye benzer olarak belirtilebilecek diğer araçlar şunlardır: "Gelir ortaklığı senetleri" (1985 tarihli 2983 sayılı Kanun), "Katılma intifa senetleri" (6102 sayılı TTK m. 502-503; VII-128.1 sayılı "Pay Tebliği"; mülga Seri: III, No:10 sayılı Tebliğ), "Kar ve zarar ortaklığı belgeleri" (Seri: III, No: 27 sayılı Tebliğ) ve "Yatırım fonları" (SerPK m. 52-54; Seri: VII, No: 10 sayılı Tebliğ).

---

perspektifinden 2013 senesindeki fiili ihraçlara bakıldığında, bazı ihraçlarda ihraç edilen sertifikaların tamamının yatırımcı tarafından satın alınmamış olduğu ve yaklaşık 820 milyon TL tutarında satış gerçekleştirildiği görülmektedir.

117 2014 senesinde yapılan 13 farklı kira sertifikası ihracında, fiilen yatırımcı tarafından satın alınan kira sertifikası tutarı toplam 650milyon TL civarındadır. Bu tutar satışa sunulan kira sertifikası toplam nominal değerinin çok düşük bir oranına tekabül etmektedir. İhraçlarda arz edilen kira sertifikası tutarı ile fiilen satılabilen sertifikası oranı, 2013 senesine göre ciddi şekilde azalmıştır. 2014 senesinde yapılan ihraçlar ihraç usulü bakımından ise gene yurtdışı ihraçlar, tahsisli ihraçlar ve tahsisli nitelikli yatırımcıya ihraç ve halka arz şeklinde ihraç olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde sadece bir tane, halka arz/nitelikli yatırımcı ve tahsisli satış gerçekleştirilmiştir.

118 Bu dönemde de ihraç usulleri bakımından çeşitlilik korunmuş olmakla birlikte tahsisli satışların ağırlık kazandığı görülmektedir. 2015 senesindeki kira sertifikası ihraçlarının fiili satış başarı oranı gene düşük kalmış olmakla birlikte toplam satış hacmi de ise önceki senelere göre daha yüksek bir rakama (yaklaşık 1.325 milyar TL) ulaşmıştır.

5. TEBLİĞ KAPSAMINDA KİRA SERTİFİKALARININ TANIMI ve TÜRLERİ

a. TANIM VE GENEL HÜKÜMLER

aa. Tanım

KS, varlık ve hakkın finansmanını sağlayan, VKŞ tarafından ihraç edilen, yatırımcılara varlık ve haklara ilişkin gelirden pay veren sermaye piyasası aracıdır. KS, her türlü varlık veya hakkın finansmanını sağlamak amacıyla VKŞ tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlık veya haklardan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan, nitelikleri SPK tarafından belirlenen sermaye piyasası araçlarıdır, (SerPK m. 60(1); Tebliğ m. 3(1)(h)).

Burada KS tanımının yapıldığı SerPK m. 60 ve Tebliğ m. 3'teki tanımlardaki farklılık, Kanundaki "varlık veya hak" ifadesinin Tebliğ'de "varlık ve hak" olarak yer almasıdır. Normlar hiyerarşisi gereğince burada Kanundaki ifadenin esas alınması zorunludur. Ayrıca yapılandırılmış finansman işlemlerinde varlık kavramı, işlemin özündeki nakit akımı veya gelir sağlayan alacağı veya hakkı ifade etmek üzere kullanılan genel bir terimdir. Kanımızca burada varlık veya hak ayrımı yerine, Tebliğ'de genel olarak varlık kavramının tanımlanması yerinde olacaktır.

Tebliğ m. 3'te ise "Haklar", KS ihracına dayanak her türlü hak, "Varlık" ise KS ihracına dayanak haklar dışındaki her türlü varlık olarak tanımlanmış ve buradaki ayrımın ne olduğu gereğince açıklanmamıştır. Özellikle, "varlık" tanımının içerisinde tekrar "varlık" ifadesinin kullanımı ise Tebliğ'in yeterli özen olmaksızın hazırlandığı düşüncesine neden olmaktadır.

KS'nin Kanuni tanımında kullanılan "sermaye piyasası aracı" ifadesinin yerine Tebliğ'deki tanımda "menkul kıymet" ifadesinin kullanımının pratik bir önemi bulunmamaktadır. Her menkul kıymet aynı zamanda bir sermaye piyasası aracıdır (SerPK m. 3). Türk sukuk uygulaması olan KS'nin, "sukuk", "faizsiz tahvil" veya "faizsiz VDMK" olarak adlandırılması kanımızca daha yerinde olacaktır.

bb. Niteliği

KS, SerPK m. 61'de menkul kıymet, Tebliğ m. 3(1)(h)'de ise hukuki nitelik olarak sermaye piyasası aracı olarak tanımlanmıştır. Menkul kıymetler sermaye piyasası araçları içinde özel bir kategoriyi oluşturmakla birlikte bunu mer'i mevzuat bakımından pratik bir önemi

bulunmamaktadır. Sukukun varlığa dayalı menkul kıymetler, tahvil ile karşılaştırılması ve menkul kıymetleştirme kavramı bakımından konumu ile ilgili teorik açıklamalar makalemizin ilk kısmında yapıldığı için burada tekrarlanmayacaktır.

cc. Genel hükümler

Tebliğ'de beş temel KS türü düzenlenmiş ve bunlara yönelik genel hükümler ise Tebliğ m. 4'te yer almıştır. Bu genel hükümler dışında her KS türü için ayrıca niteliklerine uygun özel düzenlemeler yapılmıştır.
KS, izahnamede veya halka arz edilmeksizin satış yapılması durumunda düzenlenen sözleşmelerde belirlenen esaslar çerçevesinde itfa edilir, (Tebliğ m. 4(5)). KS ihraçlarında bazı KS'ler için (sahipliğe, ortaklığa ve eser sözleşmesine dayalı KS) çeşitli aşamalarda dayanak varlıklar için "değer tespiti" (Tebliğ m. 11) yapılması zorunlu tutulmuştur.

KS sahipleri, ihraca dayanak varlık ve haklardan elde edilen gelirler üzerinde payları oranında hak sahibidirler. KS ihracı işleminin gerektirmesi durumunda vade sonunda varlık ve haklar VKŞ tarafından kaynak kuruluş veya üçüncü kişilere satılır ve satış KS sahiplerine payları oranında ödenir (Tebliğ m. 4(4)).

b. TÜRLER

aa. Genel olarak

Tebliğ'de düzenlenen beş temel KS türü şunlardır: Tebliğ m. 5'te düzenlenen "sahipliğe dayalı kira sertifikası" (leasinge endeksli sukuk/ijare sukuk)[119]; Tebliğ m. 6 ile düzenlenen "yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikası" (vekâlet sözleşmesine endeksli sukuk/wakala sukuk); Tebliğ m. 7 ile düzenlenen "alım-satıma dayalı kira sertifikası" (finansman desteğine endeksli sukuk olarak/murabaha sukuk)[120]; Tebliğ m. 9 ile düzenlenen "eser sözleşmesine dayalı kira sertifikası"(İstisna sukuk) ve Tebliğ m. 8 ile özel hükümleri düzenlenen "ortaklığa dayalı kira sertifikaları" (mudaraba ve muşaraka sukuk).

Tebliğ m. 4(2) gereğince burada belirtilen türler dışında da Tebliğ'de belirtilen türlerin bileşimi şeklindeki kira sertifikaları" (*hybrid*) ihraç edilebilecektir[121].

119 Yukarıda sukuk türlerinin ele alındığı kısımda icare/Ijarah sukuk olarak ele alınan sukuk türüdür.

120 Bu sukuk türünün İslâmî kurallar gereğince ikincil piyasada işlem görmesi yasaktır.

121 Sukuk türleri ile ilgili genel açıklamalar daha önce yapıldığı için burada tekrarlanmayacaktır.

bb. Ortaklığa dayalı kira sertifikaları

"Mudaraba sukuk"(Tebliğ m. 8(2))[122] ve hem de "muşaraka sukuk" (Tebliğ m. 8(3)) benzeri KS'ler olarak iki alt başlıkta ele alınabilecek olan bu KS türü ile ilgili özel düzenleme, Tebliğ m. 8 ile yapılmıştır.

Ortaklığa dayalı KS türlerinin ikisi içinde yapılan ortak tanıma göre ortaklığa dayalı KS, VKŞ'nin "ortak girişim"e (*joint venture*) ortak olmak ve bundan kâr etmek amacıyla ihraç ettiği KS'dir (Tebliğ m. 8(1)).

Burada muşaraka sukuk benzeri KS yapısında, fon kullanıcısı/diğer ortak veya ortaklar ve VKŞ arasında ortaklık sözleşmesi çerçevesinde ortak girişimden kâr elde edilmesi hedeflenmektedir. Ortaklıktan elde edilen olası kâr ve zarar, VKŞ ve fon kullanıcısı/girişimci/diğer ortaklar arasında paylaşılacaktır.

B. Ortaklığa Dayalı Kira Sertifikaları İçin Ortak Tanım ve Esaslar

Tebliğ'de iki alt türde düzenlenen ortaklığa dayalı kira sertifikaları için ortak tanım ve esaslar yer almaktadır.

1. Ortak Tanımlar

a. Ortak Girişim

VKŞ ortaklığa dayalı KS ihracını "ortak girişim"e ortak olmak ve bundan kâr etmek amacıyla ihraç ettiğine göre burada ele alınması gereken ilk tanım ortak girişimdir.

Tebliğ anlamında "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 ortaklık*tır (Tebliğ m. 3(1)(m)). Sermaye şirketini kapsamı içine alan bu tanım, genel görünümü adi ortaklık olan *joint venture* kavramına terstir.

b. Ortaklık Sözleşmesi

Tebliğde, VKŞ'nin ihraç ve fon toplamanın ardından ortaklığın türüne göre akdedeceği "ortaklık sözleşmesi", VKŞ ile bir ya da daha fazla tüzel kişinin varlık veya haklarını ortak bir amaca erişmek üzere birleştirmeyi üstlendikleri sözleşme olarak tanımlanmıştır.

122 Tebliğ m. 8(2)'de düzenlenmiş bulunan mudaraba sukuk benzeri KS ile bir tarafın (mudarip) emek (know-how) diğer tarafın (yatırımcılar) ise VKŞ üzerinden sermaye koyduğu, kâr garantisi olmayan bir ortaklık kurulmaktadır. VKŞ'nin tek sermayedar olduğu ve "girişimci" (fon kullanıcısı) tarafından yönetilen bir ortak girişimden elde edilen kârın paylaşımı esasına dayanır.

Ortak girişimden elde edilecek olası kârın, "girişimci" ve VKŞ arasındaki paylaşım oranı veya vekâlet sözleşmesi kapsamında "girişimci"nin alacağı sabit ücret ortaklık sözleşmesinde belirtilir.

c. Girişimci

Tebliğ m. 3'e göre "Girişimci", *ortak girişimin yönetilmesinden sorumlu olan* "sermaye şirketi" (anonim şirket) veya tacir niteliğini haiz gerçek veya tüzel kişilerin bir araya gelerek ve malvarlıklarını birleştirmek suretiyle yazılı bir sözleşmeye istinaden oluşturdukları "adi ortaklık"tır.

Muşaraka sukuk benzeri KS yapısında, diğer ortaklığa dayalı KS türü olan mudaraba sukuk benzeri KS'de kullanılan girişimci terimi yerine "diğer ortaklar","ortaklar" veya " ortak girişimin VKŞ dışındaki ortakları" terimleri kullanılmıştır. Muşaraka sukuk benzeri KS yapısına ilişkin düzenlemenin yapıldığı Tebliğ m. 8(3)'te yalnızca bir yerde[123] "girişimci" ifadesi kullanılmıştır. Tebliğin genelinde görülen kavram karmaşasının bir diğer örneğini oluşturan bu durumun yeni bir Tebliğ düzenlemesinde değiştirilmesi yerinde olacaktır.

d. Fon kullanıcısı

Tebliğ kapsamında belirli KS türleri için menkul kıymetleştirme terminolojisinde kaynak kuruluş yerine geçmek üzere "Fon kullanıcısı" terimi de kullanılmaktadır. Fon kullanıcıları KS ihracındaki ticari işlem vasıtasıyla VKŞ-Yatırımcılara karşı en son tahlilde borçlanan (kaynak Kuruluş vs.) kuruluşlardır. Ancak fon kullanıcısının ortaklığa dayalı KS türleri bakımından bu şekilde bir borçlanması gelir garantisi benzeri bir taahhüde girmemiş ise bulunmaz. Ortaklığa dayalı KS'nin ruhu olası kâr-zarar ortaklığı/katılımı üzerine bina edilmiştir.

Tebliğ düzenlemesinde yer alan tanıma göre "Fon kullanıcıları"nın kapsamı ve KS ihraç limitleri, ihraç edilen KS'nin türüne göre değişkenlik göstermektedir. Tebliğ m. 3'e ortaklığa dayalı KS'ler bakımından fon kullanıcıları, "girişimci" ve "ortak girişimin VKŞ dışındaki ortakları" olarak tanımlanmıştır.

123 Tebliğ m. 8(3)(b) şu şekildedir: Ortak girişimden elde edilecek kârın VKŞ ve diğer ortaklar arasındaki paylaşım oranı ortaklık sözleşmesinde belirtilir. Ortak girişimin sermaye şirketi olarak yapılandırıldığı ihraçlarda ise paylaşım oranı şirket sözleşmesi veya esas sözleşmede ayrıca düzenlenir. Ancak *girişimcinin* kötü niyeti veya hukuka aykırı eylemleri dolayısıyla oluşabilecek olası zararlar hariç olmak üzere ortak girişimin zararla sonuçlanması hâlinde, ortaklar bu zarara sermaye payları oranında ve koydukları sermaye ile sınırlı olarak katlanırlar.

2. Ortak Esaslar

a. Rehin zorunluluğu

Tebliğ m. 8 kapsamında yapılacak ortaklığa dayalı KS ihraçlarında VKŞ, kira sertifikası sahiplerinin temsilcisi veya güvenilir kişi olarak tayin edilmek suretiyle, ortak girişimin veya diğer ortakların ortak girişim dışındaki malvarlıkları üzerinde ihraç tutarı kadar kira sertifikası sahipleri yararına VKŞ lehine rehin kurulması zorunludur.

Gayrimenkuller üzerinde rehin kurulması hâlinde 07.06.1994 tarihli ve 21953 sayılı RG'de yayımlanan Tapu Sicili Tüzüğü m. 51 çerçevesinde kira sertifikalarının adedi gayrimenkulün kayıtlı olduğu kütük sayfasının rehinler hanesine ait düşünceler sütununda belirtilir (Tebliğ m. 8(5)).

b. Değer tespiti zorunluluğu

Ortaklığa dayalı kira sertifikası ihraç tutarı, Tebliğ m. 11 çerçevesinde hazırlanan değerleme raporunda tespit edilen gerçeğe uygun değerin % 90'ını aşamaz (Tebliğ m. 8(4)).

"Varlık ve haklara ilişkin değer tespiti yaptırma zorunluluğu" başlıklı Tebliğ m. 11'e göre, ortaklığa dayalı kira sertifikası ihraçlarında iki hâlde değerleme şirketleri tarafından değerleme raporu hazırlanması zorunludur: Ortak girişime konu proje değerinin belirlenmesi aşaması ve ortak girişimin VKŞ dışında kalan ortakların ortak girişime nakit dışında varlık veya hak koyması hâlinde.

Tebliğ m. 11 kapsamında yapılacak değer tespitlerinin, uluslararası değerleme standartları çerçevesinde Kurulun ilgili düzenlemelerine uyularak yapılması zorunludur.

c. Kötü niyeti veya hukuka aykırı fiilleri nedeniyle ortak girişimin zararla sonuçlanmasından Sorumluluk

Tebliğ m. 8 kapsamında yapılan ortaklığa dayalı KS ihraçlarında, girişimci, ortak girişimin VKŞ dışındaki ortakları veya bunlar tarafından atanan üçüncü kişilerin kötü niyeti veya hukuka aykırı fiilleri nedeniyle ortak girişimin zararla sonuçlanması hâlinde teminat ve rehin paraya çevrilecektir.

Buna göre varsa öncelikle ortaklık sözleşmesi, şirket sözleşmesi veya esas sözleşmede düzenlenmiş olan teminatlar paraya çevrilerek KS sahiplerine ödeme yapılacaktır.

Bu teminatların verilmemiş olması veya zararı karşılamada yeterli olmaması durumunda Tebliğ m. 8(5) kapsamında kurulan rehin, paraya çevrilerek kira sertifikası sahiplerine ödeme yapılır.

C. MUŞARAKA SUKUK BENZERİ KİRA SERTİFİKALARI

1. TANIM ve GENEL İŞLEYİŞ

Muşaraka sukuk benzeri sukuk/kira sertifikaları (kâr-zarar ortaklığına endeksli sukuk) Tebliğ m. 8(3)' e göre VKŞ'nin nakdi sermaye, "diğer ortakların"[124] ise kişisel emek veya ticari itibar *haricinde* sermaye koyduğu ortak girişimlerin finanse edildiği ortaklığa dayalı KS ihraçlarıdır.

Tebliğ m. 8(3)'de düzenlenen bu KS türünde, her iki tarafın da sermaye koyduğu ve kural olarak kâr-zarara da gene payları oranında katılacağı ortak girişimler oluşturulmaktadır. İşin sonunda ortaklık tasfiye edilir. Girişimin varlıkları piyasa fiyatından satılarak herkese payı oranında dağıtılır.

Türk hukukundaki muşaraka sukuk benzeri kira sertifikaları da VKŞ'nin (SPV) diğer ortaklarla birlikte sermayesine katıldığı bir ortak girişimden elde edilen olası kâr ve zararın paylaşımı esasına dayanır. Ortak girişimden elde edilecek kârın VKŞ ve diğer ortaklar arasındaki paylaşım oranı, ortaklık sözleşmesinde belirtilir. Faaliyetler sonucunda zarar varsa taraflar zarara sermaye payları oranında ve koydukları sermaye ile sınırlı olarak katlanırlar.

Ortak girişimin yönetimi, ortaklardan herhangi birisi veya ortaklarca atanan üçüncü bir kişi tarafından gerçekleştirilir, (Tebliğ m. 8(3)(a)).Girişim sermayesinin yönetimini de "diğer ortaklar" yapıyor ise kendilerine bunun içinde ekstra ücret ödenebilir. Muşaraka sukuk benzeri KS'nin genel işleyişi şu şekildedir: İlk olarak, KS ihracı ve ihraç gelirinin VKŞ'ye aktarımı gerçekleştirilir; sonraki aşamada ihraç belgeleri çerçevesinde yatırımcılar adına ortak girişime VKŞ tarafından sermaye koyulur; fon kullanıcısı diğer ortak tarafından ortak girişime sermaye koyulması ile kar-zarar ortaklığı esasına dayanan ortak girişim kurulur; daha sonra ise VKŞ ve diğer ortaklar arasında ortaklık sözleşmesi düzenlenir; elde edilen olası kâr, VKŞ (yatırımcılara vekâleten) ve diğer ortaklar arasında paylaşılır; VKŞ elde ettiği kâr payını ihraç belgelerindeki esaslar çerçevesinde yatırımcılara aktarır.

124 Tebliğ'de Tebliğ m. 8(2)'deki ortaklığa dayalı KS türünden farklı olarak muşaraka sukuk benzeri KS türü için "girişimci" terimi yerine "diğer ortaklar" ifadesi kullanılmıştır.

2. İHRACI

a. İHRAÇ SÜRECİ

aa. Genel Olarak

Tebliğ m. 10 ile genel olarak düzenlenen KS ihracı, halka arz (bireysel yatırımcı) ve halka arz edilmeksizin (tahsisli veya nitelikli yatırımcıya) gerçekleştirilebilecektir. Tebliğ eklerinde ihraçta kullanılacak belgeler yer almaktadır. KS ihracı, ihracın halka arz şeklinde yapılıp yapılmaması; ihracın yöneleceği kişiler ve ihracın yurt içi veya dışına yapılması gibi hâllere göre farklı şekillerde cerayan edebilecektir.

KS ihraçları konusunda düzenlenmesi gereken izahname (halka arzlarda) ve ihraç belgeleri (nitelikli yatırımcı ve tahsisli satışlarda) konusunda "II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği" çerçevesinde hareket edilecektir.

KS satışı ise "II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği" kapsamında yapılacaktır. Halka arz edilecek KS'nin borsada işlem görmesi ve bu amaçla borsaya başvurulması zorunludur. SPK'ya her ihraçtan önce "İzahname"nin geçerlilik süresi içinde, EK/3'te yer alan bilgi ve belgeler[125] gönderilmelidir.

KS'nin İslami kurallara uygunluk bakımından "Danışma kurulu icazet/uygunluk belgesi"ne sahip olunması, kanunen zorunlu değildir. Bununla birlikte pek çok yatırımcı KS'nin İslami araç niteliğinin tespiti bakımından bunu arayacaktır. Bu konuda kanunen zorunlu ve standartları belirlenmiş "Danışma kurulları"nın tesisi ve Tebliğ'de bu konuda bir düzenleme yapılması yerinde olacaktır.

bb. Yurt içi ihraç

Yurt içine yapılan KS ihraçlarında izahname (tek belgeli, üç belgeli, arz programı

125 Tebliğ EK/3 'te yer alan bilgi ve belgeler şunlardır:

1) Kurul düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanmış arz programı sirküleri veya sermaye piyasası notu ile özet.

2) İhraççı (VKŞ) bilgi dokümanı veya arz programı izahnamesinde açıklanan hususlarda değişiklik gerekmesi durumunda buna ilişkin değişiklik metinleri, değişiklik gerekmiyorsa bu hususa ilişkin olarak VKŞ tarafından verilecek beyan.

3) Satışı yürütecek yetkili kuruluşlarla yapılan halka arza aracılık sözleşmesinin bir örneği (Daha önce Kurula gönderilen aracılık sözleşmesi hâlen geçerli ve bu sözleşmede herhangi bir değişiklik yapılmadıysa tekrar gönderilmesine gerek bulunmamaktadır. Bu durumda VKŞ beyanı yeterlidir)

4) Kurulca gerekli görülmesi hâlinde verilen bilgileri teyit eden belgeler ile Kurulca istenebilecek diğer belgeler.

şeklinde) veya ihraç belgelerinin onaylanması için Tebliğ EK/1'deki belgelerle[126]

126 Tebliğ Ek/1 çerçevesinde Yurt içinde ihraç edilecek KS izahnameleri veya ihraç belgelerinin onaylanması için gerekli belgeler şunlardır:

1) VKŞ ve fon kullanıcılarını tanıtıcı bilgiler.

2) VKŞ'nin yürürlükte bulunan tüm değişiklikleri içeren ve tek bir metin hâline getirilmiş, VKŞ'yi temsile yetkili kişilerce imzalanmış esas sözleşmesi.

3) VKŞ ve fon kullanıcılarının yetkili organlarınca ihraca ilişkin alınan kararın noter onaylı örneği.

4) Özel mevzuatları uyarınca başka bir kamu kuruluşunun gözetim ve denetimine tabi olan fon kullanıcılarının, Kurula yapılacak onay başvurusu öncesinde, ihraca engel teşkil edecek herhangi bir husus olup olmadığına dair ilgili kamu kuruluşundan alınmış görüş yazısı ve/veya ilgili mevzuatta kira sertifikası ihracı için başka mercilerin karar veya onayının gerekmesi durumunda bu karar veya onaya ilişkin belge; gerekmemesi durumunda ise buna ilişkin beyan.

5) VKŞ'nin sermayesinin ödendiğinin tespitine ilişkin mali müşavir raporu ile sermayenin tesciline ilişkin Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi.

6) Kira sertifikalarından kaynaklanan ödeme yükümlülükleri için garanti verilmesi durumunda Kurul ve VKŞ'ye hitaben yazılacak yazı, garantiyi veren tüzel kişinin konuya ilişkin yetkili organ kararının noter onaylı örneği.

7) Halka arz edilerek yapılacak ihraçlar için aracılık sözleşmesi.

8) Halka arz edilerek yapılacak ihraçlar için fon kullanıcılarının yönetim kurulu üyeleri ile yönetimde yetkili olan personelden alınan, ilgili kişiler hakkında sermaye piyasası mevzuatı, 19/10/2005 tarihli ve 5411 sayılı Bankacılık Kanunu ve/veya 26/9/2004 tarihli ve 5237 sayılı Türk Ceza Kanununun 53 üncü maddesinde belirtilen süreler geçmiş olsa bile kasten işlenen bir suçtan dolayı beş yıl veya daha fazla süreyle hapis cezasına ya da zimmet, irtikâp, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, güveni kötüye kullanma, hileli iflas, ihaleye fesat karıştırma, verileri yok etme veya değiştirme, banka veya kredi kartlarının kötüye kullanılması, kaçakçılık, vergi kaçakçılığı veya haksız mal edinme suçlarından dolayı alınmış cezai kovuşturma ve/veya hükümlülüğünün ve ortaklık işleri ile ilgili olarak taraf olunan dava konusu hukuki uyuşmazlık ve/veya kesinleşmiş hüküm bulunup bulunmadığına dair güncel tarihli beyanlar.

9) Kira sertifikası ihracının gerekçesi ile ihraçtan sağlanacak fonun VKŞ ve fon kullanıcıları tarafından kullanım yeri.

10) Kira sertifikası ihracı nedeniyle düzenlenen sözleşmelerin birer örneği.

11) Halka arz edilerek yapılacak ihraçlar için fon kullanıcıları ve başvuru öncesinde ihraç gerçekleştirmiş olması hâlinde VKŞ'nin, Kurulun ilgili düzenlemeleri uyarınca hazırlanmış izahnamede yer alacak finansal tabloları ve bağımsız denetim raporları.

12) Halka arz edilmeksizin yapılacak ihraçlar için fon kullanıcıları ile başvuru öncesinde ihraç gerçekleştirmiş olması hâlinde VKŞ'nin Kurulun ilgili düzenlemeleri uyarınca hazırlanmış son iki yıllık finansal tabloları ile başvuru tarihine en yakın ara dönem finansal tabloları.

13) Halka arz edilerek yapılacak ihraçlar için Kurul düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanmış izahname.

14) Halka arz edilmeksizin yapılacak ihraçlar için Kurul düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanmış ihraç belgesi.

15) Başvuru tarihi itibarıyla mevcut olması durumunda VKŞ, fon kullanıcısı veya ihraç edilecek kira sertifikalarına ilişkin derecelendirme raporu ve derecelendirme kuruluşunun derecelendirme ölçeğine ilişkin bilgi.

16) Kira sertifikası ihracı ile ihraca dayanak oluşturan işlemlerin hukuki risk taşıyıp taşımadığına ilişkin söz konusu kira sertifikası ihraç işleminde veya benzer nitelikteki sermaye piyasası araçlarının hazırlanmasında görev almış hukukçular tarafından hazırlanmış hukuki durum değerlendirme raporu ile söz konusu hukukçuların bu maddede belirtilen tecrübe şartını sağladığını tevsik eden bilgi ve belgeler.

17) Halka arz edilmeksizin yapılacak ihraçlarda VKŞ'nin sahip olacağı varlıkların veya hakların nitelikleri ile taraf olacağı işlemler hakkında detaylı bilgi.

18) Bu Tebliğde değerlenmesi öngörülen varlık ve haklara ilişkin Kurulun ilgili düzenlemelerine uygun olarak hazırlanmış değerleme raporları.

SPK'ya başvurulur[127]. SPK, VKŞ ve fon kullanıcıları için derecelendirme, nitelikli yatırımcıya satış ve ödeme garantisi gibi ek taleplerde bulunabilecektir. İhraç edilen KS, Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde elektronik ortamda kayden hak sahipleri bazında izlenir.

Bir diğer ifadeyle kaydı sisteme dahil olur ve fiziki olarak basılmaz.

İhraç edilen KS'ler, Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasası'nda, 06.09.2012 tarih ve 401 no'lu Genelge çerçevesinde işlem görmektedir. Dolayısıyla, KS için ikinci el piyasa işlemleri aracılığıyla likidite (nakde çevrilme) imkânı bulunmaktadır. Yatırımcılar bu kapsamda vadeden önce de KS'yi tamamen ya da kısmen nakde çevirebilir ve alım-satımını yapabilirler.

cc. Yurt dışına ihraç

Yurt dışına KS ihraçlarında ihraç belgelerinin EK/2'deki belgelerle yapılan başvuru ile SPK tarafından onaylanması gereklidir. Bu ihraçlar SPK izni dahilinde kaydi system dışında olabileceklerdir.

3. İHRAÇÇI OLARAK VARLIK KİRALAMA ŞİRKETLERİ

a. Genel olarak

Muşaraka ihraçlarında kullanılacak ihraççı olan VKŞ'ler ile ilgili esaslar Tebliğ m. 12-14 ile diğer sukuk türleri ile birlikte ortak hükümler şeklinde düzenlenmiştir. Daha öncede ele alındığı üzere klasik borçlanma aracı olan tahvillerden farklı olarak burada ihraççı ve yatırımcı ihraç ve itfa aşamaları bakımından doğrudan ilişki içerisinde değildir.

---

19) Ortaklığa dayalı kira sertifikası ihraçlarında ortak girişime ilişkin fizibilite raporları ve detaylı iş planları.

20) Alım-satıma dayalı kira sertifikası ihraçlarında VKŞ tarafından spot piyasada satın alınacak varlık veya haklara ilişkin bilgi ve başvuru tarihi itibarıyla bu varlık veya hakların işlemde kullanılacak birimleri ve birim fiyatları.

21) Eser sözleşmesine dayalı kira sertifikası ihraçlarında meydana getirilecek esere ilişkin fizibilite raporları, detaylı iş planları ve yüklenicinin tecrübesini tevsik eden bilgi ve belgeler.

22) VKŞ ve fon kullanıcısının noter onaylı imza sirkülerleri.

23) Kira sertifikası bedellerinin yatırılması için nezdinde özel hesap açılan Banka tarafından bu durumu Kurula bildiren yazı.

24) Kira sertifikasının fiyatının belirlenmesinde kullanılan yöntem ve varsayımlara ilişkin detaylı bilgi.

25) Varsa VKŞ'nin daha önce yapmış olduğu ihraçlar (ihraç tutarı, itfa edilen tutarlar, ihraç tarihi, vadesi) hakkında bilgi.

26) Kurulca istenecek diğer bilgi ve belgeler."

127 Ek/1, Ek/2, Ek/3 ve Ek/4 te yer alan bilgi ve belgelerin, Kamuyu Aydınlatma Platformu-KAP'ta ilan edilmiş olması ve bunların güncel olduğunun VKŞ ve fon kullanıcıları tarafından beyan edilmesi durumunda Kurula ayrıca gönderilmesi gerekmez.

Yapılandırılmış finansman terminolojisindeki kaynak kuruluş (*originator*) ile yatırımcılar, bir özel amaçlı kuruluş (*special purpose vehicle*-SPV) vasıtasıyla ilişki içerisine girmektedir. Burada SPV işlevini görmek üzere Tebliğ ile düzenlenen ihraççı kuruluş, aynı zamanda sermaye piyasası kurumu niteliğini haiz olan VKŞ'dir. VKŞ yatırımcıların temsilcisi sıfatıyla faaliyette bulunur.

VKŞ, *münhasıran*(bkz.Tebliğ m. 12(5)) KS ihraç etmek (birden fazla ihraç olabilir) üzere kurulan, sermaye piyasası kurumu niteliğindeki anonim ortaklıklardır (SerPK m. 61(2); Tebliğ 2(1)(ö)).

b. Kurucular

Tebliğ'de VKŞ kurucuları, sınırlı sayı prensibi (*numerus clausus*) düzenlenmiş ve sadece kendi finansmanına yönelen kurucular ile kendine ve diğer şirketlere finansman sağlayan kurucular olmak üzere iki gruba ayrılmıştır. Tebliğ kapsamında her VKŞ'nin birden fazla KS ihracı yapabilmesine imkân tanınmıştır. Tebliğ m. 12(1)'e göre KS ihraç edecek VKŞ, aşağıda belirtilen kuruluşlarca kurulabilecektir.

c. Sadece kendi finansmanına yönelen kurucular

Burada belirtilen kuruluşlar, *yalnızca kendilerinin "fon kullanıcısı" olduğu* KS ihraçlarını gerçekleştirmek üzere VKŞ kurabilir. Bu kuruluşlar şunlardır: Payları borsada işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıklar; SPK'nın kurumsal yönetime ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde belirlenen birinci ve ikinci grupta yer alan halka açık ortaklıklar; derecelendirme kuruluşlarından talebe bağlı olarak notlandırma ölçeğine göre ihracın para birimi cinsinden yatırım yapılabilir seviyeye denk gelen uzun vadeli derecelendirme notunu alan ortaklıklar; sermayelerinin % 51 veya daha fazlası doğrudan Hazine Müsteşarlığı'na ait olan ortaklıklar.

d. Kendine ve diğer şirketlere finansman sağlayan kurucular

Bu gruptaki VKŞ kurucuları şunlardır: Bankalar; portföy aracılığı, genel saklama hizmeti veya aracılık yüklenimi faaliyetinden herhangi birini yürütecek olan aracı kurumlar ve ipotek finansmanı kuruluşlarıdır. İpotek finansmanı kuruluşlarının (SerPK m. 60,III-60.1 sayılı Tebliğ) KS ihracında kurucu olarak yetkilendirilmesi kanımızca ismi ve işlevi ile uyumlu değildir.

e. Kuruluş işlemleri ve VKŞ Esas sözleşmesi

VKŞ, Tebliğ m. 12(1)'deki kuruluşların Tebliğ EK/4'deki bilgi ve belgelerle [128]SPK'ya başvurusu ve Tebliğ m. 12'deki çerçevede gerekli iznin alınması ardından yapılacak anonim şirket kuruluş işlemleri (Gümrük ve Ticaret Bakanlığı onayı ve ticaret siciline tescil) ile kurulur. VKŞ'nin esas sözleşmesi için SPK'dan uygun görüş alınmış olması ve bu sözleşmenin bütün KS türlerini kapsaması zorunludur.

f. Yönetim kurulu

Tebliğ m. 13 ile düzenlenmiştir. Tebliğ ile çıkar çatışmalarının (*conflict of interest*) önlenmesini sağlamak üzere getirilen bir yenilik olarak, VKŞ yönetim kurulunun üç üyesinden birinin bağımsız üye atanması (en az) zorunluluğunun getirilmiş olması ve *önemli kararların* bağımsız üyenin olumlu oyu olmaksızın alınamaması belirtilebilecektir. Bu düzenleme yatırımcıların haklarının korunması bakımından önemlidir.

---

128 Tebliğ EK/4'e göre VKŞ kuruluş başvurusunda yer alması zorunlu bilgi ve belgeler şunlardır:

1) Kurucuyu tanıtıcı bilgiler.

2) Kurul standartlarına uygun olarak hazırlanmış VKŞ esas sözleşme taslağı ve diğer kuruluş belgeleri.

3) Tebliğ uyarınca gerekli olması durumunda kurucuya ilişkin yatırım yapılabilir seviyede derecelendirme notunu içeren derecelendirme raporu ve derecelendirme kuruluşunun derecelendirme ölçeğine ilişkin bilgi.

4) Varsa kurucu tarafından kurulmuş VKŞ'ler hakkında bilgi.

5) Kurucunun VKŞ kuruluşuna ilişkin yetkili organ kararı,

6) Kurucunun Kurulun ilgili düzenlemelerine uygun olarak düzenlenmiş son iki yıllık finansal tabloları ile başvuru tarihine en yakın ara dönem finansal tablolar.

7) Kurulacak VKŞ'nin ortaklık yapısı, atanacak yönetim kurulu üye üyelerine ilişkin bilgiler ile yönetim kurulu üyelerinin bu Tebliğde belirtilen şartları sağlandığına ilişkin beyanlar.

8) Özel mevzuatları uyarınca başka bir kamu kuruluşunun gözetim ve denetimine tabi olan kurucuların, Kurula yapılacak onay başvurusu öncesinde, VKŞ kuruluşuna engel teşkil edecek herhangi bir husus olup olmadığına dair ilgili kamu kuruluşundan alınmış görüş yazısı ve/veya ilgili mevzuatta VKŞ kuruluşu için başka mercilerin karar veya onayının gerekmesi durumunda bu karar veya onaya ilişkin belge; gerekmemesi durumunda ise buna ilişkin beyan.

9) VKŞ yönetim kurulu üyeleri ile varsa yönetimde yetkili olan personelden alınan, ilgili kişiler hakkında sermaye piyasası mevzuatı, 19/10/2005 tarihli ve 5411 sayılı Bankacılık Kanunu ve/veya 26/9/2004 tarihli ve 5237 sayılı Türk Ceza Kanununun 53 üncü maddesinde belirtilen süreler geçmiş olsa bile kasten işlenen bir suçtan dolayı beş yıl veya daha fazla süreyle hapis cezasına ya da zimmet, irtikâp, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, güveni kötüye kullanma, hileli iflas, ihaleye fesat karıştırma, verileri yok etme veya değiştirme, banka veya kredi kartlarının kötüye kullanılması, kaçakçılık, vergi kaçakçılığı veya haksız mal edinme suçlarından dolayı alınmış cezai kovuşturma ve/veya hükümlülüğünün ve ortaklık işleri ile ilgili olarak taraf olunan dava konusu hukuki uyuşmazlık ve/veya kesinleşmiş hüküm bulunup bulunmadığına dair güncel tarihli beyanlar.

10) Kurucunun noter onaylı imza sirkülerleri.

11) Kurulca istenecek diğer bilgi ve belgeler".

g. Faaliyetleri

VKŞ'nin faaliyetleri olağan ve olağandışı olarak ikiye ayrılır. Fon kullanıcılarından tahsilat yapılması ve yatırımcılara ödemelerin gerçekleştirilmesi olağan; temerrüt hâlinde var ise teminat varlıkların elden çıkartılarak yatırımcılara ödeme yapılması olağandışı faaliyettir.

h. Tasfiyesi

VKŞ'nin tasfiye usulü, Tebliğ m. 14'te düzenlenmiştir.

4. Ortak Girişimin Yönetimi

Ortak girişimin yönetimi, ortaklardan herhangi birisi veya ortaklarca atanan üçüncü bir kişi tarafından gerçekleştirilir (Tebliğ m. 8(3)(a)).

5. Olası Kâr ve Zararın Paylaşımı

a. Olası Kârın paylaşımı

Ortak girişimden elde edilecek kârın VKŞ ve diğer ortaklar arasındaki paylaşım oranı ortaklık sözleşmesinde belirtilir. Ortak girişimin sermaye şirketi olarak yapılandırıldığı ihraçlarda ise paylaşım oranı şirket sözleşmesi veya esas sözleşmede ayrıca düzenlenir, (Tebliğ m. 8(3)(b)).

b. Olası Zararın Paylaşımı

Girişimcinin kötü niyeti veya hukuka aykırı eylemleri dolayısıyla oluşabilecek olası zararlar hariç[129] olmak üzere ortak girişimin zararla sonuçlanması hâlinde, ortaklar bu zarara sermaye payları oranında ve koydukları sermaye ile sınırlı olarak katlanırlar (Tebliğ m. 8(3)(b)).

Ortak girişimin VKŞ dışındaki ortaklarının veya bunlar tarafından atanan üçüncü kişilerin kötü niyeti veya hukuka aykırı eylemleri dolayısıyla oluşabilecek olası zararların tazmini amacıyla bu ortaklardan teminat istenip istenmeyeceği, istenecekse teminatın nitelik ve niceliğine ilişkin hükümler ortaklık sözleşmesi, şirket sözleşmesi veya esas sözleşmede düzenlenir, (Tebliğ m. 8(3)(c)).

6. Yatırımcılarının Korunması

a. Genel Olarak

KS ve ortaklığa dayalı muşaraka kira sertifikası yatırımcıları, SerPK m. 61(3)'teki VKŞ'nin faaliyetlerinin kanunen sınırlanması ve malvarlığı

129 Bu konudaki Tebliğ düzenlemesi Tebliğ m. 8(3)(c) ve m 8(6) ile yapılmıştır.

üzerinde sadece KS yatırımcılarının hak sahibi olabileceği şeklindeki malvarlığı yalıtımı düzenlemeleri ile korunmuştur. VKŞ ve"fon kullanıcıları"nın tüm faaliyet ve işlemleri bankacılık mevzuatı hükümleri saklı olmak kaydıyla SPK denetimine tabidir.

b. Üçüncü kişi taleplerinden yalıtılmış malvarlığı ve öncelikli ödeme korumaları

Yapılandırılmış finansman konusu varlıkların, kaynak kuruluş ve VKŞ'den kaynaklı risklerden (varlıklar üzerinde olası üçüncü kişi talepleri) yalıtılarak sadece KS sahiplerine özgülenmesi zorunludur.

Talep yalıtkanlığı olarak adlandırabileceğimiz ("*bankruptcy remoteness" veya "ring-fencing*") bu düzenleme, KS bakımından SerPK m. 61(3) ve Tebliğ m. 4(3)'te düzenlenmiştir. Buna göre, KS itfa edilinceye kadar, VKŞ'nin portföyünde yer alan varlık ve haklar VKŞ'nin yönetiminin veya denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi hâlinde dahi teminat amacı dışında tasarruf edilemez, rehnedilemez, teminat gösterilemez, kamu alacaklarının tahsili amacı da dâhil olmak üzere haczedilemez, iflas masasına dâhil edilemez, ayrıca bunlar hakkında ihtiyati tedbir kararı verilemez.

VKŞ'nin yükümlülüklerinin yerine getirilememesi hâlinde VKŞ gelirlerinden KS sahipleri için öncelikli yararlanma hakkı tanınmış olması da bir diğer koruyucu düzenlenmedir (SerPK m. 61(4)).

c. Sözleşmesel koruma

Sözleşmesel koruma Tebliğ m. 4(6) ile düzenlenmiştir. Buna göre, fon kullanıcıları veya üçüncü kişilerin VKŞ'ye karşı olan ödeme yükümlülüklerinin yerine getirilmemesi (temerrüt) durumunda, dayanak varlık veya hakkın *satılarak* KS sahiplerinin olası zararlarının tazmin edilmesi de dahil olmak üzere, yatırımcıların menfaatlerinin korunmasına yönelik VKŞ yönetim kurulu tarafından alınacak tedbirlerin SPK'ya yapılan ihraç başvurusu aşamasında sözleşmeler vasıtasıyla düzenlenmiş olması zorunludur.

d. Yatırımcı raporu

Yatırımcıların üçer aylık dönemlerle ilgili bilgilendirilmesi konusundaki bu rapor ile ilgili düzenleme Tebliğ m. 15 ile yapılmıştır.

e. İhraç sınırı ve değer tespiti zorunlulukları

KS yatırımcısına yapılan ödemelerin devamlılığı konusundaki bir diğer tedbir ise sahipliğe, ortaklığa ve eser sözleşmesine dayalı KS'ler için düzenlenmiş ek teminatlandırmadır. Belirtilen KS türleri için ihraç limiti,

Tebliğ m. 11 çerçevesinde yapılan dayanak varlık değer tespitine (raporu) göre belirlenen gerçek varlık değerinin % 90'ıdır (*over-collateralization*). Muşaraka sukuk, ortaklığa dayalı KS olması nedeniyle bu düzenleme kapsamındadır.

f. VKŞ ihracı sürecindeki katılımcıların sınırlanması

Yatırımcıları haklarının korunmasını teminen, ortaklığa ve eser sözleşmesine dayalı KS'de varlık ve hak rehni kurulması öngörülmüş, yönetim sözleşmesine ve alım-satıma dayalı KS'de ise kaynak kuruluş veya fon kullanıcısı olabilecek ortaklıklar sınırlı kapsamlı olarak belirlenmiştir.

g. Bağımsız yönetim kurulu üyesi zorunluğu

VKŞ'nin önemli kararları, bağımsız üyenin olumlu oyu ile alınabilecektir.

SONUÇ

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

AAOIFI tarafından 2008 senesinde yapılan standart değişikliklerinin ardından, esasen kâr-zarar ortaklığını temelalması nedeniyle İslami esaslara en uygun sukuk yapısı olan ortaklığa (kâr-zarar) dayalı sukuk ihraçlarında azalma yaşanmıştır. Ancak, 2008 senesindeki standart değişiklikleri muşaraka sukuku İslami finansman esaslarına daha da uygun hâle getirmiş ve onu tahvil taklidi uygulamalardan uzaklaştırmıştır.

Ülkemizdeki sukuk düzenlemeleri bakımından, başta AAOIFI olmak üzere İslami finansman alanındaki uluslararası organizasyonlarca kabul edilen ilke ve esasların dikkate alınması yerinde olacaktır.

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 İslami esaslara daha uygun bir yapıdır. Bu nedenle varlık temelli yapılar yerine varlığa dayalı sistemin kullanıldığı sukuk yapıları tercih edilmelidir. Muşaraka sukuk varlık temelli olmakla birlikte kendine has özelliği olan kâr-zarar paylaşımı esası nedeniyle fiilen varlığa dayalı sistemle aynı sonucu doğurabilmektedir. Bu nedenle muşaraka sukuk fiili ihraçlara bakıldığında İslami esaslara en uygun yapıya sahip menkul kıymetlerdendir.

İstanbul uluslararası finans merkezi vizyonu kapsamında SPK tarafından çıkarılmış olan III-61.1 sayılı Kira Sertifikaları Tebliği ile düzenlenen Türk özel sektör Sukuku, başta katılım bankaları olmak üzere özel sektör şirketleri için alternatif bir finansman kaynağı olacaktır.

Türk sukuk aracı olan kira sertifikalarının, sukuk veya faizsiz tahvil vb. şekilde adlandırılmak yerine aynı zamanda temel sukuk türlerinden biri olan kira sertifikası olarak adlandırılmış olması yerinde olmamıştır. SerPK m. 61 ve ona dayanılarak çıkarılan III-61.1 sayılı Kira Sertifikaları Tebliği ile ayrıntılı şekilde düzenlenen Türk kira sertifikası türlerinin özel sektör tarafından ihracının sağlanması, gelişen İslami finansman piyasasından ülkemizin de pay alabilmesi bakımından önemlidir.

Türk hukuku bakımından muşaraka sukuk benzeri sukuk/kira sertifikaları (kâr-zarar ortaklığına endeksli sukuk) Tebliğ m. 8(3) ile tanımlanmıştır. Buna göre Türk muşaraka sukuku/kira sertifikaları, VKŞ'nin nakdi sermaye, "diğer ortakların" ise kişisel emek veya ticari itibar haricinde sermaye koyduğu ortak girişimlerin finanse edildiği ortaklığa dayalı KS ihraçlarıdır. İslami esaslara göre yatırım yapmak isteyen yatırımcılar için en uygun sukuk araçları ortaklığa dayalı sukuk türleri ve bunlardan sermaye ortaklığı şeklinde işleyen yapıdaki muşarakadır. Tebliğ düzenlemesi ve diğer iktisadi ve vergisel teşvikler ile özellikle muşaraka sukuk türünün ihracının teşvik edilmesi yerinde olacaktır.

III-61.1 sayılı Tebliğ'de görülen bir diğer genel eksiklik ise tanımlamaların açık ve anlaşılır olmaması ve sukuk türlerinin kavram kargaşası oluşturacak şekilde farklı terimlerle anılan katılımcıları esas alacak şekilde düzenlenmiş olmasıdır.

III-61.1 sayılı Tebliğ gibi detaylı ve kapsamlı düzenleme ile hem yerli ve hem de küresel yatırımcılar için Türk sermaye piyasası aracılığı ile İslami yatırım yapma imkânı sağlanmış ve çok sayıda sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir. Uygulamada, ülkemizdeki sukuk ihraçlarının İslami esaslara uygunluğunun sağlanması ve bu alandaki yatırımcıları çekebilmesi bakımından "danışma kurulu onayı" vb. isimlerle uygunluk belgeleri eklenmektedir.Tebliğ'de, sukuk ihraçları için böyle bir zorunluluk bulunmamaktadır. Bununla birlikte, Tebliğ'de Malezya Sermaye Piyasası Kurulunca İslami esaslara uygun ihracın tespiti bakımından zorunlu unsur olarak belirlenen "Şer'i tavsiye komisyonu icazeti" benzeri bir "Danışma kurulu" ve "İcazet/uygunluk belgesi"ni gerekli kılan bir düzenlemenin gerekli olduğu düşüncesindeyiz.

Sukukun ülkemizde tam anlamıyla gelişmesi için vergisel ve malî teşvikler bakımından kamu-özel sektör ayrımının bütünüyle ortadan kaldırılması yerinde olacaktır.

KISALTMALAR

ABS : Asset- Backed Securities
AAOIFI : The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions
m. : madde
KS : Kira Sertifikaları
RG : Resmi Gazete
S. : Sayı
s. : sayfa
sec. : section
SerPK : Sermaye Piyasası Kanunu
SPK : Sermaye Piyasası Kurulu
SPV : Special Purpose Vehicle
TTK : Türk Ticaret Kanunu
vd. : ve devamı
VDMK : Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler
VKŞ : Varlık Kiralama Şirketleri

KAYNAKLAR

ABDUL AZIZ Razi Pahlavi, GINTZBURGER Anne-Sophie, 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 (September 2009), s. 270–278

AFSHAR Tahmoures A., Compare and Contrast Sukuk (Islamic Bonds) with Conventional Bonds, Are they Compatible?,

The Journal of Global Business Management, Volume 9, Number 1 (February 2013), s. 44 vd. .

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

AYDIN E. /AYYILDIRIM K., Kira Sertifikalarının ve Varlık Kiralama Şirketlerinin Gelir Vergisi ve Kurumlar Vergisi Bakımından Değerlendirilmesi, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,** Sayı: 46, Temmuz-Aralık 2015, s. 43-74

BALALA Mahah-Hanaan, **Islamic Finance and Law,** London and New York, 2011

HASSAN Kabir/ LEWIS Mervyn, **Handbook of Islamic Banking,** Edward Elgar Publishing, Massachusetts 2007

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

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

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. (**IIFM sukuk report**)

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

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

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

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

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

The Sukuk Handbook, A Guide To Structuring Sukuk, Latham & Watkins LLP, https://www.lw.comadresinden 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, **An Introduction to Islamic Finance,** Karachi, 1998

SÖYLER İ. , **Hukuki ve Mali Boyutlarıyla Sukuk,** Ankara, 2004

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

UMAR Mohammed Idris, **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 1-3rd April 2008, s. 305 vd.

YILMAZ, E. , Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi, **Muhasebe ve Finansman Dergisi,** Ocak 2014. S. 68, s. 81-100

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://İslamicbankers.files.wordpress.com
http://www.global-İslamic-finance.com
http://www.sc.com.my
http://www.spk.gov.tr
http://onlinelibrary.wiley.com