

T.C.
İstanbul Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
Özel Hukuk Anabilim Dalı

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**TÜRK SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA KİRA
SERTİFİKALARI İLE GAYRİMENKUL PROJELERİNİN
İNŞAATININ FİNANSMANI**

Merve KURDAK KURTDARCAN
2501151033

TEZ DANIŞMANI
Prof. Dr. Mehmet HELVACI

İSTANBUL, 2018



YÜKSEK LİSANS
TEZ ONAYI

ÖĞRENCİNİN;

Adı ve Soyadı : MERVE KURDAK KURTDARCAN Numarası : 2501151033
Anabilim Dalı / Anasanat Dalı / Programı : ÖZEL HUKUK Danışmanı : PROF.DR.MEHMET HELVACI
Tez Savunma Tarihi : 05.09.2018 Saati : 14:30
Tez Başlığı : TÜRK SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA KİRA SERTİFİKALARI İLE GEYRİMENKUL PROJELERİNİN İNŞAATININ FİNANSMANI

TEZ SAVUNMA SINAVI, İÜ Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 36. Maddesi uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin **KABULÜNE** OYBİRLİĞİ / **OYÇOKLUĞU** LA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1-PROF.DR. MEHMET HELVACI		Kabul
2- PROF.DR.N.FÜSUN NOMER ERTAN		Kabul
3- PROF.DR.TOLGA AYOĞLU		Kabul

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1--DOÇ.DR. ALİ PASLI		
2- DOÇ.DR.ANLAM ALTAY		

ÖZ

TÜRK SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA KİRA SERTİFİKALARI İLE GAYRİMENKUL PROJELERİNİN İNŞAATININ FİNANSMANI

MERVE KURDAK KURTDARCAN

Yüksek montanlı gayrimenkul projeleri çoğu zaman bankalardan alınan krediler ve proje finansmanı yolu ile finanse edilse de, sermaye piyasalarından toplanan fonlarla bu projelerin tamamının ya da bir kısmının finanse edilmesi de tercih edilmektedir. Sermaye piyasalarında bu amaçla fon toplanabilmesi için mevcut olan araçlardan bir tanesi de İslami sermaye piyasası araçlarından sukukun ülkemizdeki uygulaması olan kira sertifikalarıdır. Kira sertifikaları hem İslami kurallara uygun araçlara yatırım yapmak isteyenler ile hem de yatırım yaptığı araçlarda riski dağıtmak isteyen yatırımcıların ellerindeki fonları değerlendirebileceği bir yatırım aracı olarak giderek önem kazanmaktadır. Ayrıca, bankalardan alınan krediler karşısında önemli bir faiz yükü ile karşılaşan proje sahipleri açısından da daha az maliyetli bir alternatif finansman aracı olduğu ifade edilmektedir.

İşte bu çalışma, kira sertifikalarının hukuki niteliği ile unsurlarının ortaya konulması ve benzer özellikler gösteren gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılabilecek olan diğer sermaye piyasası araçları ile kıyaslanması bakımından önemli sayılabilir. Özellikle proje finansmanında alternatif bir fon toplama yöntemi olarak önem arz eden İslami esaslara dayalı bu yatırım aracının ne şekilde ihraç edilebileceği, ihraca dayanak teşkil edecek sözleşmelerin niteliği ve özellikleri ayrıntılı bir biçimde ele alınmıştır.

Anahtar Kelimeler: Sukuk, Kira Sertifikası, Faizsiz Finans, İslami Finans, Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, Gayrimenkul Yatırım Fonu, Varlığı Dayalı Menkul Kıymet, Gayrimenkul Sertifikası, Gayrimenkul Projesi.

ABSTRACT

FINANCING OF THE REAL ESTATE PROJECTS THROUGH SUKUK UNDER TURKISH CAPITAL MARKETS LAW

MERVE KURDAK KURTDARCAN

Although the real estate projects of high amount are generally financed through bank loans and project financing, such projects can also be partially or completely financed with the funds raised through capital markets. Lease certificates are one of the capital markets instruments which can be used for that purpose and which is the application of the Islamic finance instrument sukuk in Turkey. The lease certificates are important as a sharia compliant investment instrument and a risk sharing alternative for investors to use their money. In addition, lease certificates are low cost financing methods in contrast to bank loans due to loans' interest rates.

This study is important to analyse the legal characteristics and aspects of the lease certificates and to compare them with the similar capital markets instruments which can also be used for the financing of the real estate projects. Particularly, the issuance of lease certificates and the characteristic of the agreements which constitutes the basis of their issuance are discussed in detail in our study.

Key Words: Sukuk, Lease Certificates, Interest Free Finance, Islamic Finance, Real Estate Investment Companies, Real Estate Investment Funds, Asset Backed Securities, Real Estate Certificates, Real Estate Projects.

ÖNSÖZ

Son yıllarda dünyada başta Londra ve Lüksembourg gibi finans merkezlerinde de, sukuk ihraçlarında yaşanan artış ve ülkemizde alternatif finansman metotlarına duyulan ihtiyaç, yeni gelişmekte olan İslami finansın önemli finansal enstrümanlarından biri olan sukukun hukuki analizinin yapılmasını gerektirmektedir. Bu çalışmamızda, Türk hukukunda da yeni gelişmekte olan bir uygulama olan kira sertifikalarının incelenmesi ve gayrimenkul projelerinde ne şekilde uygulanabileceğinin gösterilmesi hedeflenmektedir.

Tez çalışmalarımdaki katkılarından ve çalışma dönemimdeki desteklerinden dolayı bir çok kişiye müteşekkirim. En büyük teşekkürü, tez çalışmalarımda yol gösterici olmayı ve tez danışmanım olmayı kabul ederek bana zaman ayıran Saygıdeğer Hocam Prof. Dr. Mehmet Helvacı'ya borçluyum. Değerli Hocam gerek konu seçimim ve kapsamın belirlenmesi başta olmak üzere birçok kez yol gösterici ve destek olmuştur. Sayın Hocam ile çalışmış olmaktan kıvanç duymaktayım.

Ayrıca lisans döneminde sermaye piyasaları konusunda ilk defa kendisinden ders alma fırsatı bulduğum ve tezimi okuma inceliğini gösteren bir diğer değerli hocam Prof. Dr. Tolga Ayoğlu'na da teşekkür etmek isterim.

Tüm desteği ve çalışmalarına olan inancı için eşim Dr. Bleda Kurtdarcan ve hayat boyu hakları ödenemeyecek olan annem, babam ve kardeşime çok teşekkür ediyorum.

Merve KURDAK KURTDARCAN

Haziran 2018, İstanbul

İÇİNDEKİLER

ÖZ	iii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ.....	v
TABLolar LİSTESİ	xiii
GRAFİK LİSTESİ	xiv
KISALTMALAR LİSTESİ	xv
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

İSLAMİ FİNANS VE SUKUK KAVRAMI

I.İslami Finansın ve Sukuk Uygulamalarının Ortaya Çıkışı ve Özellikleri	4
A. Kısaca İslami Finans.....	4
1. İslami Finansın Ana Hatları ve Tarihçesi	6
a. İslami Finansın Temel Prensipleri	6
(1) Faiz (Riba)	7
(2) Belirsizlik Yasağı (Gharar)	8
(3) Aşırı Risk Alma (Maysir)	9
(4) İslami olarak uygun olmadığı düşünülen yatırımlar (Haram)	10
b. İslami Finansın Tarihçesi.....	10
(1) 1960 öncesi faizsiz finans ve bankacılık fikri dönemi	10
(2) 1960 ve 1976 arası İslami bankaların ortaya çıkışı ve kuruluş dönemi.....	11
(3) 1977'den günümüze İslami finansın ve bankacılığın yayılma dönemi	12
(4) Türkiye'de İslami Finansın Gelişimi.....	17
2. İslami Finansman Kurumları.....	21
a. İslami Bankacılık	22
b. İslami Sigortacılık (Tekafül).....	24
c. İslami Sermaye Piyasaları	25

(1) İslami hisse senetleri	26
(2) İslami yatırım fonları	28
(3) Sukuk	29
B. Sukuk ve Menkul Kıymetleştirme (“Securitization”) Kavramları ile Güncel İhraç Verileri 30	
1. Tanım	30
2. Sukukun Tahvil ve Hisse Senetlerinden Farkları	35
3. Sukukun Tarihsel Gelişimi ve Güncel İhraç Verileri	39
II.En Yaygın Uygulanan Sukuk Çeşitleri	42
A. Kullanım Alanına Göre	43
1. Proje Endeksli Sukuk	43
2. Varlığa Endeksli Sukuk	43
3. Bilanço Endeksli Sukuk.....	44
B. Dayandığı Finansman Modeline Göre.....	44
1. Kira Sözleşmesine Dayalı Sukuk: İcara Sukuk.....	44
2. Satış Sözleşmesine Dayalı Sukuk.....	46
a. Murabaha Sukuk.....	46
b. Selem Sukuk.....	47
c. İstisna Sukuk.....	48
3. Ortaklık Sözleşmesine Dayalı Sukuk.....	50
a. Mudaraba Sukuk.....	50
b. Muşaraka Sukuk	52
4. Vekalet Sözleşmesine Dayalı Sukuk: Wakala Sukuk	53
5. Melez Sukuk	54

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRK MEVZUATINDA KİRA SERTİFİKALARI İLE İLGİLİ DÜZENLEMELER

I.Kira Sertifikalarının Niteliği: Menkul Kıymet Kavramı.....	56
A. Menkul Kıymet Tanımı	56
B. Menkul Kıymetlerin Özellikleri	59
1. Ortaklık veya Alacaklılık Hakkı Sağlaması	59
2. Belli Bir Meblağı Temsil Etme	59
3. Yatırım Aracı Olarak Kullanılma	59
4. Dönemsel Gelir Getirme.....	60
5. Misli Nitelikte Olma	60
6. Seri Halde Çıkarılma	60
7. İbarelerinin Aynı Olması.....	61
8. Kıymetli Evrak Özelliğine Sahip Olma	61
C. Belli Başlı Menkul Kıymet Türleri.....	62
1. Paylar	62
2. Pay Benzeri Menkul Kıymetler	62
3. Borçlanma Araçları	63
4. Depo Sertifikaları	64
5. Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler	64
II.Kira Sertifikaları ile Gayrimenkul Finansmanı.....	65
A. Kira Sertifikalarının Tarihsel Gelişimi ve Unsurları	65
1. Türk Sermaye Piyasası Mevzuatında Faizsiz Finans Düzenlemeleri	65
a. Gelir Ortaklığı Senetleri	66
b. Katılma İntifa Senetleri	67
c. Kar ve Zarar Ortaklığı Belgeleri	67
d. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler	68

e. Yatırım Fonları	69
f. Kira sertifikası	70
2. Kira Sertifikasının Unsurları.....	72
a. İhracın Konusu.....	72
b. Fon Kullanıcı, Kaynak Kuruluş ve Girişimci	74
c. Varlık Kiralama Şirketi tarafından ihraç edilmesi.....	76
(1) Varlık Kiralama Şirketinin Kuruluşu	77
(2) Varlık Kiralama Şirketinin Yönetimi ve Sona Ermesi	79
d. Kira Sertifikası İhracı	81
B. TÜRKİYE'DE VE DÜNYA'DA GAYRİMENKUL FİNANSMANI ÖRNEKLERİ İLE KİRA SERTİFİKASI TÜRLERİ VE ÖZELLİKLERİ	84
1. Sahipliğe Dayalı Kira Sertifikaları	86
a. Tanım.....	86
b. İhraç Süreci.....	86
(1) Dayanak Varlık ya da Hakkın VKŞ'ye Devredilmesi.....	87
(2) İhracın Gerçekleştirilmesi.....	87
(3) Dayanak Varlık veya Hakkın VKŞ Tarafından Kiralanması veya VKŞ Adına Yönetilmesi	88
(4) Gelirlerin Kira Sertifikası Sahiplerine Aktarılması ve Sertifikaların İtfası	89
c. Gayrimenkul Projesi Finansmanı için İhraç Edilen Sahipliğe Dayalı Kira Sertifikası ve İcara Sukuk İhracı Örneği.....	89
2. Yönetim Sözleşmesine Dayalı Kira Sertifikaları.....	90
a. Tanım.....	90
b. İhraç Süreci.....	90
(1) Dayanak Varlık veya Hakkın Yönetimine İlişkin Sözleşme İmzalanması	90
(2) İhracın Gerçekleştirilmesi.....	91
(3) Dayanak Varlık veya Hakkın VKŞ Lehine Yönetilmesi	91
c. Gayrimenkul Projesi Finansmanı için İhraç Edilen Yönetim Sözleşmesine Dayalı Kira Sertifikası İhracı Örneği	92

3. Alım-Satıma Dayalı Kira Sertifikaları	93
a. Tanım.....	93
b. İhraç Süreci.....	94
(1) İhracın Gerçekleştirilmesi.....	94
(2) Varlık veya Hakkın VKŞ Tarafından Satın Alınması.....	95
4. Ortaklığa Dayalı Kira Sertifikaları	96
a. Tanım.....	96
b. İhraç Süreci.....	97
(1) VKŞ ve Girişimci Arasında Sözleşme İmzalanması	97
(2) İhracın Gerçekleştirilmesi.....	98
(3) Ortak Girişimin Yönetilmesi ve Karın Paylaşılması.....	98
i. Münhasıran VKŞ Tarafından Sermaye Konulan Ortak Girişimler	99
ii. VKŞ'nin Nakdi Sermaye ve Diğer Ortakların Kişisel Emek ve Ticari İtibar Dışında Sermaye Koyduğu Ortak Girişimler	100
(4) Kira Sertifikası Sahiplerine Ödemelerin Yapılması ve Ortak Girişimin Son Bulması.....	101
c. Gayrimenkul Projesi Finansmanı için İhraç Edilen Ortaklığa Dayalı Kira Sertifikası İhracı Örneği.....	101
5. Eser Sözleşmesine Dayalı Kira Sertifikaları	102
a. Tanım.....	102
b. İhraç Süreci.....	102
(1) VKŞ ile Yüklenici Arasında Eser Sözleşmesinin İmzalanması.....	103
(2) İhracın Gerçekleştirilmesi.....	105
(3) Eserin Meydana Getirilmesi, Kira Sertifikası Sahiplerine Ödeme Yapılması ve Kira Sertifikalarının İtfası	105
c. Gayrimenkul Projesi Finansmanı için İhraç Edilen Eser Sözleşmesine Dayalı Kira Sertifikası veya İstisna Sukuk İhracı Örneği	105

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KİRA SERTİFİKALARININ TÜRK SERMAYE PİYASALARINDA GAYRİMENKUL FİNANSMANINDA KULLANILAN DİĞER SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI İLE KARŞILAŞTIRILMASI

I.Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler	108
A. Tanım	108
B. İhraççılar ve Fon Portföyüne Devredilebilecek Varlıklar	109
C. VİDMK İhraç Süreci	111
II.Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	113
A. Kısaca Yatırım Ortaklıkları ve Tanım	113
B. GYO'ların Kuruluşu ve Sermaye	115
1. Halka Arz Zorunluluğu.....	116
2. Sermaye Şartı	116
C. Kurucu ve Ortakların Nitelikleri.....	117
D. GYO'larda Organizasyon ve Yönetim	118
E. GYO'larda Çeşitli Sınırlamalar	118
1. GYO'ların Yapamayacakları İşler	118
2. Borçlanma Sınırlamaları.....	120
3. Portföy Sınırlamaları	121
F. GYO'lar ile Gayrimenkul Projelerinin Finansmanı ve Kira Sertifikaları ile Karşılaştırılması.....	122
III.Gayrimenkul Yatırım Fonları.....	123
A. Kısaca Yatırım Fonları ve Tanım.....	123
B. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Kuruluşu	125
C. Kurucu ve Fonun Malvarlığı	126
D. GFY Faaliyetlerine Yönelik Esaslar.....	126
E. GYF'lerde Portföy Sınırlamaları	128

F. GYF'ler ile Gayrimenkul Projelerinin Finansmanı ve Kira Sertifikaları ile Karşılaştırılması.....	128
IV.Gayrimenkul Sertifikaları	129
A. Gayrimenkul Sertifikalarının Ortaya Çıkışı	130
B. Gayrimenkul Sertifikalarının Kısaca Esasları ve Unsurları	130
C. Gayrimenkul Sertifikası İhracı	131
D. Gayrimenkul Sertifikaları ile Gayrimenkul Projelerinin Finansmanı ve Kira Sertifikaları ile Karşılaştırılması	133
SONUÇ	135
KAYNAKÇA.....	142

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1.1 :.....	15
Tablo 1.2 :.....	18
Tablo 1.3 :.....	20
Tablo 1.4 :.....	32
Tablo 1.5 :.....	35
Tablo 1.6 :.....	38



GRAFİK LİSTESİ

Grafik 1.1 :	41
--------------------	----



KISALTMALAR LİSTESİ

A.e.	: Aynı eser
A.g.e.	: Adı geçen eser
AAOIF	: the Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions
Aktif Bank	: Aktif Yatırım Bankası Anonim Şirketi
Aktif VKŞ	: Aktif Bank Sukuk VKŞ Anonim Şirketi
ARCIFI	: Arbitration and Reconciliation Centre for Islamic Financial Institutions
A.Ş.	: Anonim Şirket
BAE	: Birleşik Arap Emirlikleri
BATİDER	: Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi
BIST	: Borsa İstanbul Anonim Şirketi
Bkz.	: Bakınız
C.	: Cilt
CIBAFI	: Council for Islamic Banks and Financing Institutions
DESİYAB	: Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası
Emlak Konut GYO	: Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
GBP	: İngiliz Sterlini
GYF Tebliği	: III-52.3 sayılı Gayrimenkul Yatırım Fonları Tebliği
GYO	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
GYODER	: Gayrimenkul ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği
GYO Tebliği	: III-48.1 sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği
Halk GYO	: Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi
HMK	: 6100 sayılı Hukuk Muhakemeleri Kanunu

IFC	: International Finance Corporation
IIFM	: International Islamic Financial Market
IFSB	: Islamic Financial Services Board
IMF	: International Money Fund
İFM	: İstanbul Finans Merkezi
İÜHFM	: İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası
İDMK	: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
Kira Sertifikaları Tebliği	: III-61.1 sayılı Kira Sertifikaları Tebliği
MK	: 4721 sayılı Türk Medeni Kanun
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
No	: Numara
OECD	: The Organization for Economic Co-operation and Development
S.	: Sayı
s.	: Sayfa
s.y.	: Sayfa yok
Satış Tebliği	: II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği
SerPK	: 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
SPV	: Special Vehicle Purposes
TBK	: 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu
T.C.	: Türkiye Cumhuriyeti
TDK	: Türk Dil Kurumu
TKBB	: Türkiye Katılım Bankaları Birliği
TL	: Türk Lirası
TOKİ	: Toplu Konut İdaresi Başkanlığı
TTK	: 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
Vb.	: ve benzeri
VDMK	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler

VIDMK	: Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler
VKŞ	: Varlık Kiralama Şirketi
VTMK	: Varlık Teminatlı Menkul Kıymetler
Vol.	: Volume



GİRİŞ

İslami dini kuralları çerçevesinde ve ona uygun olarak şekillenen İslami finans, özellikle 2000'li yıllardan itibaren, nüfusunun büyük çoğunluğu Müslüman olmayan ülkelerde de yaygınlaşmasıyla birlikte günümüz finans sistemi içerisinde önemli bir yer edinmiştir. Başta Malezya ve Körfez ülkeleri olmak üzere, Avrupa'da Birleşik Krallık ve Lüksemburg ile Uzak Doğu'da Singapur gibi birçok finans merkezi addedilen şehir ve bölgede İslami finans uygulamaları görülmeye başlanmıştır.

İslam dini kurallarına uygun bir finansal sistem ihtiyacı sadece 2000'li yıllardan beri gündemde değildir. Bu sistem aslında, İslam dinin doğuşu ile beraber uygulanmaya başlanmış ve Müslümanların ticari hayatlarında yerini almıştır. Ancak konvansiyonel finansal sistemin, dünyada ağırlık kazanmasıyla beraber ve sömürgecilik döneminin de etkisiyle neredeyse 1960'lı yıllara kadar İslami finans uygulamaları hem yaygınlaşmamış hem de pek fazla uygulanamamıştır.

1960'lı yıllarda önce Müslümanların İslami kurallara uygun bir finansal sistem arayışına çözüm bulmak fikri ile tekrar gündeme gelen bu finansal sistem ve uygulamaları, günümüzde konvansiyonel finansal sisteme paralel ve aynı zamanda alternatif bir sistem olarak kendine önemli bir yer edinmiştir.

Her ne kadar İslami finans, İslam dini kuralları uyarınca paranın para ile değer kazanması yani faizin yasak olması sebebi ile faizsiz finans olarak bilinse de, faiz yasağı dışında haram faaliyetler, bilinmezlik ve kumar yasağı gibi, İslam dini kurallarından kaynaklanan pek çok farklılığa sahiptir. Bununla birlikte, tüm farklılıklarına ve yasaklarına rağmen, konvansiyonel finansal sistem içerisinde gerçekleştirilen hemen hemen bütün faaliyet ve finansal araçların İslami finansal sistem içerisinde de bir karşılığı bulunmaktadır. Yine de yeni gelişen bir sistem olması sebebi ile özellikle hukuki alt yapı çalışmalarına halen ihtiyaç bulunduğu da belirtilmelidir.

2000'li yıllardan itibaren Malezya'nın başını çektiği, bu din esaslı finansal sistem başta bankacılık, sermaye piyasası ve sigortacılık faaliyetlerinden oluşmaktadır. Bu faaliyetler içerisinde İslami sermaye piyasaları hem kamu hem de özel sektörün finansman ihtiyacına alternatif bir yol teşkil etmesiyle hem de İslami kurallara uygun araçlara yatırım yapmak isteyen yatırımcıların birikimlerinin piyasalara aktarılmasını sağladığı için dünyada birçok ülke ile birlikte ülkemizde de önem kazanmıştır.

İslami sermaye piyasası araçları, İslami hisse senetleri, İslami fonlar ve İslami tahvil olarak bilinen sukuktan oluşmaktadır. Sukuk, İslami tahvil olarak anılsa da, aşağıdaki satırlarda

detaylıca açıklandığı üzere, bu sermaye piyasası aracı konvansiyonel sistem borçlanma araçlarından birçok açıdan ayrılmaktadır.

Alternatif bir finansman aracı olarak değerlendirilen sukuk ihraçları ile toplanan fonlar, finansman ihtiyacı olan girişimciler tarafından birçok farklı yatırıma yönlendirilebilmektedir. İşte bu yatırım türlerinden bir tanesi de gayrimenkul projeleridir.

Gayrimenkul projeleri her zaman yüksek fon gerektiren yatırımlardan biri olmuştur. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde alt yapı gereksinimi ile bu projelerin finanse edilebilmesi önemli bir sorun olarak yerini korumaktadır.

Bu gibi projeler her ne kadar banka kredileri ve proje finansmanı metotları ile finanse edilebiliyor olsa da, alternatif kaynak arayışı özellikle son yıllarda giderek önem kazanmıştır. Bu noktada sermaye piyasası araçları yoluyla halktan toplanan paralarla bu projelerin finanse edilmesi giderek yaygınlaşmıştır. Bu sermaye piyasası araçlarından biri olan sukuk ile bugüne kadar havaalanı ve çeşitli alt yapı yatırımları gibi birçok gayrimenkul projesi finanse edilmiştir.

Sukukun ülkemiz mevzuatındaki karşılığı kira sertifikalarıdır. Kira sertifikaları ihraçları, uygulanmaya başlandığı 2010 yılından itibaren giderek artmıştır ve bu artışın, hem kamu sektörü hem de özel sektör ihraçları ile daha da büyüyeceği tahmin edilmektedir. Nitekim, ülkemizde 2023 hedefleri olarak bilinen hükümet politikalarında da İslami finansal ürünlerin kullanımının yaygınlaştırılması ve belli oranların üzerlerine çıkarılması yer almaktadır.

Hem İslami finansal ürünlerden sukukun ülkemizdeki uygulamasının da giderek yaygınlaşması hem de gayrimenkul finansmanında alternatif yöntem arayışları, ülkemizde kira sertifikaları ile fon ihtiyacı yüksek gayrimenkul projelerinin inşaatının nasıl finanse edilebileceğinin hukuki açıdan analiz edilmesini de gerekli kılmaktadır.

Bu amaçla tezimizin birinci bölümünde İslami finans ve sukuk kavramları üzerinde durularak, İslami finansın konvansiyonel sistemden hangi noktalarda ne şekilde ayrıştığı ve kullanım alanı açıklanmaya çalışılacaktır. Bu yapılırken, ülkemizde de doktrinde son yıllarda incelenen bir alan olması sebebi ile, özellikle yurt dışında yayımlanmış yabancı kaynaklara sıklıkla başvurulmuştur.

Tezimizin ikinci bölümünde ülkemizdeki sukuk uygulaması olan kira sertifikalarının mevzuatımızdaki yeri, hukuki açıdan niteliği başta olmak üzere türleri, ihracı ve sukuk uygulamalarından farklılaşan noktaları ile analiz edilmektedir. Bu yapılırken her bir kira sertifikası türünün gayrimenkul projelerinin finansmanında nasıl kullanılabileceği örnekler ile beraber izah edilmeye çalışılmıştır.

Tezimizin son bölümünde ise, kira sertifikalarının mevzuatımızda yer alan ve gayrimenkul projelerinin finansmanında da kullanılabilecek olan diğer sermaye piyasası

araçlarından farklarının anlaşılabilmesi için bu sermaye piyasası araçları da incelenerek kira sertifikaları ile karşılaştırılmaktadır.



BİRİNCİ BÖLÜM

İSLAMİ FİNANS VE SUKUK KAVRAMI

I. İslami Finansın ve Sukuk Uygulamalarının Ortaya Çıkışı ve Özellikleri

A. Kısaca İslami Finans

İslami dini insan hayatının hemen hemen her yönünü olduğu gibi ekonomik hayatı ve ilişkileri de düzenlemektedir. İslami finansman yöntemleri Kur'an'daki ayetlere, Hz. Muhammed'in sözlerine dayanan İslam kanunu ve İslam hukuku olarak tanımlanan şeri'at¹ kuralları tarafından şekillendirilmektedir.² Temel olarak Kuran ve Hz. Muhammed'in sözleri ve hareketleri olarak adlandırılan sünnete dayanan bu esaslara uygun finansal uygulamalar İslami Finans (*Islamic Finance*) olarak adlandırılmaktadır.³ İslami Kalkınma Bankası (*Islamic Development Bank*) ise İslami finansı, konvansiyonel finans sistemi ile aynı amaçları olan sadece şeri'at kurallarına uygun olarak işleyen finansal sistem olarak tanımlamaktadır.⁴

Söz konusu sistem sadece İslami finans olarak adlandırılmayıp faizsiz finans olarak da isimlendirilmektedir. Bununla birlikte uluslararası piyasalarda dini referansı sebebi ile daha çok İslami finans teriminin tercih ediliyor olması ve sistemin faizsiz olma dışında İslam dinindeki başka yasaklara da dayanıyor olması sebebi ile İslami finans ifadesi ağırlıklı olarak kullanılmaktadır.⁵

İslami finansın üzerinde şekillendiği değerler sistemine ilişkin bir bilim dalı olan fıkıhın sözlük anlamı iyi ve tam anlamak bilmek ve kavramaktır.⁶ Fıkıh, İslam dinin insanın yapması gereken konuları bildiren ilim dalı olup sosyal hususları da içermekte ve fıkıhın iste bu sosyal kısmı ağır basan kısmına İslam hukuku denilmektedir.⁷ Hatta fıkıh yerine İslam hukuku ifadesi

¹ Muhammad Ayub, **Understanding Islamic Finance, England**, John Wiley & Sons (Asia), 2007, s. 21.

² Zamir Iqbal, Abbas Mirakhor, **An Introduction to Islamic Finance**, 2. bs., Singapur, John Wiley & Sons (Asia), 2011, s. 1.

³ SERPAM Araştırma Notları – 1, **İslami Finans Kavramı, Ürünler, Dünyada ve Türkiye'de Gelişimi ve Geleceği**, http://serpam.istanbul.edu.tr/wp-content/uploads/2012/09/İslami_Finans.pdf, (Çevrimiçi), 10 Aralık 2016.

⁴ Islamic Development Bank, **Islamic Financing**, <http://thatwhy.isdb.org/irj/go/km/docs/documents/IDBDevelopments/Internet/thatwhy/en/sukuk/islami-c-financing.html>, (Çevrimiçi), 13 Ağustos 2017.

⁵ Hülya Türker, **İslami Finans sisteminde Finansal Aracılık: Dünyadaki Gelişmeler ve Sermaye Piyasasının Geliştirilmesi Açısından Türkiye için Öneriler**, Sermaye Piyasası Kurulu Aracılık Faaliyetleri Dairesi Yeterlilik Etüdü, Ankara, 2010, s. 1.

⁶ Hayreddin Karaman, **Yeni Gelişmeler Karşısında İslam Hukuku**, İstanbul, İz Yayıncılık, 2011, s. 41.

⁷ Ekrem Buğra Ekinci, **İslam Hukuku Umumi ve Hususi Hükümler**, 2. bs., İstanbul, Arı Sanat Yayınevi, 2016, s. 28.

kullanılmaktadır.⁸ İslam hukukunun temel kaynakları Kur'an-ı Kerim, sünnet ve içtihatdır.⁹ İslam hukukunun Kıta Avrupası hukuk sisteminden ziyade Ortak Hukuk (*common law*) düzenine daha yakın bir sistem olarak değerlendirilmektedir.¹⁰

Somut olaylar karşısında zaman zaman Kur'an ve sünnetin yorumlanması ya da benzer olaylar arasında bir karşılaştırma yapılması gerekebilmektedir. İslam hukukunun bu temel iki kaynağında açık bir hüküm bulunmadığı durumlarda bunların icma ya da kıyas yolu ile yorumlanarak bir sonuca ulaşılmasına içtihat denilmektedir.¹¹ Aynı yüzyılda yaşayan İslam dini din bilginlerinin herhangi bir dini sorunda görüş birliğine varması icma, benzer özellikler gösteren ve dini hükmü belli olan başka bir olay ile karşılaştırma yapılarak sonuca ulaşılmasına kıyas denilmektedir.¹²

2008 ekonomik krizi sonrasında mevcut sistemin aksaklıkları gün yüzüne çıkınca İslami finans ve özellikle İslami tahvil olarak da anılan sukuk yoğun ilgi görmeye başlamış, nüfusunun çoğunluğu Müslüman olmayan ülkelerde bile İslami finansı kendi hukuk ve ekonomik düzenlemelerine dahil etmeye yönelik çalışmalar başlamıştır.¹³

İslami finans, finansal kurumların ve yatırımcıların İslami ekonominin hedeflerinin gerçekleştirilmesine aktif olarak katılmasını desteklemekte; toplumun ihtiyaçlarının karşılanması ve sosyoekonomik adaletin sağlanabilmesi için İslamın ahlaki öğretileri ile finansı birleştirmektedir.¹⁴ Dolayısı ile özellikle 2008 ve 2011 yılları arasında konvansiyonel esaslar çerçevesinde faaliyet gösteren finansal kurumların kriz nedeni ile küçülmesi sırasında, İslami finans kurumlarının istikrarlı bir şekilde bir büyümesi bu kurumlara ilginin artmasını sağlamıştır.¹⁵

Piyasa dalgalanmaları, birçok sermaye piyasasındaki nakit yetersizliği, abartılmış değerlendirmeler gibi sebeplere bağlı olarak ortaya çıkan global ekonomik krizle birlikte risk ve

⁸ A.e., s. 28.

⁹ Muhammed Ayub, a.g.e, s. 22.

¹⁰ Atıla Yanpar, **İslami Finans, İlkeler, Araçlar ve Kurumlar**, 2. bs., İstanbul, Scala Yayıncılık, 2015, s. 51.

¹¹ Şakir Berki, "İslam Hukukunun Ana Hatları", **Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 20, S. 1, 1972, s. 182.

¹² Coşkun Can Aktan, Dilek Dileyici, Özgür Saraç, **İslam Vergi Hukuku ve Anayasal İktisat Perspektifinden Bir Değerlendirme**, http://www.canaktan.net/canaktan_personal/canaktan-arastirmalari/maliye-tarihi/anayasal-perspek-islam.pdf, (Çevrimiçi), 23 Temmuz 2017.

¹³ Mohammed Elian, **Why the U.S. should Accommodate Sukuk? And How Accomodating Sukuk will Protect and Benefit the American Financial System?**, 24 Minn., J. Int'l L., 2015, s. 1.

¹⁴ Bala Shanmugan, Zaha Rina Zahari, **A Primer on Islamic Finance**, y.y., The Research Foundation of CFA Institute, 2009, s. 4.

¹⁵ Yanpar, a.g.e., s. 21.

getiri dengesini sağlayacak alternatif finansman metotları önem kazanmaya başladı. Bu noktada, İslami finans finansal kuruluşların sermayesini ve nakit pozisyonunu güçlendirebilecek bir alternatif olarak öne çıkmıştır. O kadar ki, Vatikan'a ait bir gazete olan Osservatore Romano'da yayınlanan bir yazıda da ekonomik kriz döneminde batılı bankaların müşterileri olan ilişkilerinde güven tazeleyebilmesi için İslami finansın kurallarının incelenmesi gerektiği vurgulanmaktadır.¹⁶ Bugün bu alternatif finans yöntemi ve finansal yapının kilit pazarları Körfez Ülkeleri, Malezya, Pakistan, Endonezya, Türkiye ve Avrupa'dır.¹⁷

Avrupa'da özellikle Birleşik Krallık, İslami finansın batıdaki merkezi olmak için önemli bir çaba sarf etmektedir. Bu amaç doğrultusunda yapılan yasal değişikliklerin yanında pratikte de önemli İslami finans uygulamaları yapılmıştır. Örneğin, 2012 Olimpiyatları olimpik köyü ve Battersea enerji istasyonunun en azından bir kısmı İslami finansa uygun yöntemlerle finanse edilmiştir.¹⁸

Bu noktada, günümüzde giderek önem kazanmaya başlayan sadece Müslüman nüfusun yoğun olarak yaşadığı bölgeler ve ülkelerde değil de, Dünya'nın finans merkezi olarak bilinen ülkelerinde dahi konvansiyonel sisteme alternatif bir sistem olarak hızlı bir büyüme trendi içerisinde olan İslami finansın gelişim sürecinin ana hatlarının bilinmesinin önemli olduğu kanaatindeyiz.

1. İslami Finansın Ana Hatları ve Tarihçesi

a. İslami Finansın Temel Prensipleri

İslam dinin kutsal kitabı Kur'an, finansal faaliyetler ve ticari ilişkilere ilişkin açık hüküm ve yasaklar öngörmektedir. Finansal işlemleri ilgilendiren İslami kurallardan kaynaklanan temel yasaklar; faiz yasağı (riba), aşırı belirsizlik içeren işlemlere ilişkin yasak (gharar), aşırı risk alma bir başka deyişle spekülasyon yasağı (maysir) ve İslami olarak uygun olmadığı düşünülen yatırımların yasak oluşu (haram) şeklindedir.¹⁹

¹⁶ Vatican Paper Supports Islamic Finance. France Wants Its Share of Sharia Banking, **The Brussels Journal**, 2009, (çevrimiçi), <https://www.brusselsjournal.com/node/3819>, 19 Ağustos 2017.

¹⁷ Deloitte, "Corporate Sukuk in Europe Alternative Financing for Investment Projects", Kasım 2015, (çevrimiçi), <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/xs/Documents/financial-services/me-islamic-finance/corporate-sukuk-in-europe.pdf>, 17 Ocak 2017, s. 4.

¹⁸ Neil Miller, "Islamic Finance Goes Global", Ed. by Gemma Varriale Emea, **International Finance Law Review**, Vol. 33, 2014 -2015, s. 37.

¹⁹ Muhammad Yusuf Saleem, **Islamic Commercial Law**, Singapur, John Wiley & Sons, 2013, s. 1.

(1) Faiz (Riba)

Riba kelime olarak artış, ekleme, ve fazlalık anlamına gelmekte ve borç verene ödeme zamanında borç olarak verilen paradan fazlasının geri verilmesi olarak tanımlanmaktadır.²⁰ Faiz Arapçada fazlalık anlamına gelmektedir²¹ ve TDK güncel Türkçe sözlüğünde ise “*işletmek için bir yere ödünç verilen paraya karşılık alınan kâr, getiri, ürem, nema*” olarak tanımlamaktadır.²² Günümüzde riba ve faiz çoğu zaman eş anlamlı²³ olarak kullanılmaktadır.²⁴ Ancak her iki terimin de hukuki olarak kapsamalarının bilinmesi İslam dinindeki bu yasağın uygulama sınırlarının anlaşılabilmesi bakımından önemlidir.

Türk hukuku düzenlemelerinde faiz kavramı açık bir şekilde tanımlanmamış olup doktrinde bir para borcunun varlığı, faizin asıl alacağa bağlı olması ve zamana bağlı olarak işlemesi özelliklerinden yola çıkarak bir tanım yapılmaktadır.²⁵ Nitekim Helvacı, “*alacaklıların nakdinden bir süre için yoksun kalması nedeni ile, nakdin kullanılması olanağını borçluya bırakması karşılığında elde ettiği, miktarı kanun ya da hukuki işlem ile belirlenmiş, para borçları bakımından özel olarak düzenlenen, tahsili için zararın ve kusurun varlığı şart olmayan bir tür tazminat, bir medeni semeredir.*” ifadeleriyle faizi tanımlamaktadır.²⁶

İslam dininde yasaklanan ribanın hukuki sınırlarının çizilebilmesi ve uygulanacak işlemler özelinde yasağa dair kriterlerin belirlenebilmesi tarihi süreç içerisinde süregelen tartışmalara yol açmıştır.²⁷ Faiz yasağının kapsamına²⁸ ve objektif kriterlere ilişkin tartışmaların günümüzde de gündeme gelmesine rağmen, İslam dini bilginleri arasında sadece çok yüksek, aşırı faizin değil genel olarak her türlü faiz uygulamasının yasak olduğu kabul edilmekte ve bu yasağın hem sosyal adalet ve eşitlik gibi gerekçelere hem de mülkiyet hakkına dayandığı ifade

²⁰ Ayub, **a.g.e.**, s. 419.

²¹ Ekrem Buğra Ekinci, **a.g.e.**, s. 558.

²² Türk Dil Kurumu Güncel Türkçe sözlük, faiz, (Çevrimiçi), http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.599062e900f8e2.69531902, 8 Ağustos 2017.

²³ Faiz ve riba kavramlarının birebir aynı anlamda olmadığına dair görüşler mevcuttur. Her ribanın faiz ancak her faizin riba olmadığı yönünde bkz. Ektem Buğra Ekinci, **İslam Hukuku**, s. 558.

²⁴ Mikail Altan, “Faizsiz Bankacılığın Temelleri”, **İslam Hukuku Araştırmaları Dergisi**, S. 16, 2010, s.125-140.

²⁵ Mehmet Helvacı, **Borçlar ve Ticaret Kanunu Bakımından Para Borçlarında Faiz Kavramı**, İstanbul, Beta, 2000, s. 43.

²⁶ **A.e.**, s. 65.

²⁷ Fatih Bozbaş, “İslam Hukukunda Dâru’l-Harbde Faiz Tartışmaları”, **İslam Hukuku Araştırmaları Dergisi**, sy. 23, 2014, s. 173-198.

²⁸ Faiz yasağının kapsamı hakkındaki tartışmalar bu çalışmanın konusu olmadığı için tüm tartışmalara metin içerisinde yer verilmemiştir. Bu konudaki görüşlerin detaylı analizi için bkz.. Nihat Dalgın, **Faiz Yasağı ile İlgili Farklı Yaklaşımlar**, İslam Hukuku Araştırmaları Dergisi, S. 16, 2010, s. 77-110.

edilmektedir.²⁹ Kur'ân'da “*Ey iman edenler! Allah’tan korkun ve artık faizin peşini bırakın, eğer gerçekten müminler iseniz. Eğer böyle yapmazsanız, o zaman Allah ve Resulü tarafından size savaş açılmış olduğunu bilin. Eğer tevbe ederseniz, ana sermayeleriniz sizindir. Haksızlık etmezsiniz, haksızlığa da uğramazsınız.*”³⁰ ayeti ve birçok başka ayette faizin açıkça yasaklandığı İslam dini bilgileri tarafından vurgulanmaktadır.³¹

Borç olarak alınan para emekle birlikte yatırım için kullanılacağından bu yatırımın kazançla ya da kayıpla sonuçlanma olasılığı mevcuttur. Dolayısıyla, borç verilen para için geçen zaman üzerinden ilave bir miktar ödetilmesi adaletsiz olarak sayılmaktadır. Borç vererek yatırıma fon sağlayan kişinin yatırımın sonuçlarından bağımsız bir şekilde işlemin en başında sabit oranlı bir faiz belirlemesi mümkün olmamalıdır. Zira, böyle bir belirleme ekonomik gerçekliklerden uzaktır ve aslında önceden belirlenen faiz miktarının üretim maliyetine ve ürün fiyatına eklenmesi sebebi ile pazarda ekonomik açıdan bozulmalara da yol açtığı savunulmaktadır.³²

(2) Belirsizlik Yasağı (Gharar)

Gharar, teknik olarak fazla ya da gereksiz bilinmezlik, belirsizlik olarak tanımlanmaktadır.³³ İslam hukuku prensiplerine göre hukuki işlemin konusunun bilinmesi ve belli olması gerekmekte olup sözleşmenin konusuna ilişkin belirsizlik gharar, bilinmezlikler cehalet olarak nitelendirilmektedir.³⁴

İslam doktrinde her iki kavramın birbiri yerine kullanabildiği de ifade edilmektedir.³⁵ Bununla birlikte, gharar satış sözleşmesi örnek verilerek şu şekilde açıklanmaktadır; var olan, miktarı ve türü bilinen şeyin satılıp satılamayacağının bir başka deyişle teslim edilemeyeceğinin bilinmemesidir. Örneğin, avlanmalarından önce havadaki kuşların ya da denizdeki balıkların satılması.³⁶

²⁹ Iqbal, Mirakhor, **a.g.e.**, s. 10

³⁰ Kur'ân, Bakara: 2/278,279.

³¹ Şevket Pekdemir, “İslam Hukuku Açısından Para Borçlarında Cezai Şart”, **İslam Hukuku Araştırmaları Dergisi**, S. 23, 2014, s. 129-156.

³² Saleem, **Islamic Commercial Law**, s. 2.

³³ Iqbal, Mirakhor, **a.g.e.**, s. 1x.

³⁴ Necmeddin Güney, İslam Borçlar Hukukunda Satım Akdinin Konusuna Dair Cehalet ve Akde Etkisi, **İslam Hukuku Araştırmaları Dergisi**, S. 16, 2010, s.492.

³⁵ **A.e.**, s. 492.

³⁶ K. M. Zakir Hossain Shalim, “Revisiting Life Insurance In Islamic Law”, **Türkiye İslam İktisadi Dergisi**, Cilt 3, S. 2, Ağustos 2016, s. 43.

İslam dininde hukuki işlemlerin karşılıklı rıza ile açıklık üzerine kurulması ve taraflarının aşırı risk altına girmekten korunması gerektiği ilkesi hakimdir. Bu sebeple de insanların borç altına girerken yükümlülüklerini bilmeleri için gharar yasak olarak değerlendirilmektedir.³⁷

İnsanların daha iyi şartlarda bir anlaşmaya vardıklarını düşünmelerine rağmen sözleşmenin konusundaki ya da şartlarındaki belirsizlikler nedeni ile aldatılmaları önlenmek istenmektedir. Her ne kadar satışa konu şeyin, fiyatın ve tarafların belli olduğu bir satış sözleşmesi gharar içermiyor olsa da; alıcıya malları yeterince inceleme fırsatı verilmemesi, taksit sayısı gibi ödeme şartlarının net olarak belirlenmemesi, bazı ürünlerin etiket içermeyen satılması ve hatta önemli olduğu ölçüde satılan ürünün yan etkilerinin açıklanmaması da satışa konu şeyin tam olarak tanımlanmamış olması sebebi ile İslam hukuku kurallarına göre belirsiz olarak nitelendirilebilmektedir.³⁸ Gharar içeren sözleşmeler sözleşme taraflarından birine zarar verebileceğinden ve diğer tarafı da adaletsiz şekilde zenginleştireceğinden İslam hukukunda batıl sayılmaktadır.³⁹

(3) Aşırı Risk Alma (Maysir)

İslami prensipler çerçevesinde finansal faaliyetlere getirilen bir diğer yasak ise teknik olarak kumar ya da herhangi bir şans oyunu olarak da tanımlanabilecek⁴⁰ olan ve hiçbir bir çaba göstermeksizin kolay bir şekilde kazanılması⁴¹ anlamına gelen maysirdir. Aşırı risk içeren bu gibi işlemler, örneğin kumar ve çeşitli bahis oyunları, kazanan tarafa işlemin karşı tarafının malvarlığından haksız ve adaletsiz bir şekilde yararlanma ve hatta onları tüketme imkânı verdiğinden kazanan ve kaybedenler arasından nefret ve kine de yol açmaktadır.⁴²

İslam dininde tarafların emek vererek, dürüst faaliyetler neticesinde yaşamlarını idame ettirmeleri amaçlandığından sadece kumar değil maysir yani aşırı risk içeren ve sadece şansa dayanan tüm hukuki işlemler İslam hukukunda yasaklanmaktadır.⁴³

³⁷ Hadi Sağlam, "Sigorta Sözleşmesinde Belirsizlik (Garar ve Cehâlet) Var Mıdır? Sigortada Belirsizliğin Varlığı Tartışmalarının İslâm Hukuku Açısından Değerlendirilmesi", **e-akadaemi Hukuk, Ekonomi ve Siyasal Bilimler Aylık İnternet Dergisi**, Ocak 2010- Sayı 95, (Çevrimiçi), [http://www.e-akademi.org/incele.asp?konu=S%DDGORTA%20S%D6ZLE%DEMES%DDNDE%20BEL%DDRS%DZL%DDK%20\(%20GARAR%20VE%20CEH%C2LET\)%20VAR%20MIDIR?%20S%DDGORTADA%20BEL%DDRS%DDZL%DD%D0%DDN%20VARLI%D0I%20TARTI%DEMALARININ%20%DDSL%C2M%20HUKUKU%20A%C7ISINDAN%20DE%D0ERLEND%DDR%DDLME%DD&kimlik=1262419999&url=makaleler/hsaglam-3.htm](http://www.e-akademi.org/incele.asp?konu=S%DDGORTA%20S%D6ZLE%DEMES%DDNDE%20BEL%DDRS%DZL%DDK%20(%20GARAR%20VE%20CEH%C2LET)%20VAR%20MIDIR?%20S%DDGORTADA%20BEL%DDRS%DDZL%DD%D0%DDN%20VARLI%D0I%20TARTI%DEMALARININ%20%DDSL%C2M%20HUKUKU%20A%C7ISINDAN%20DE%D0ERLEND%DDR%DDLME%DD&kimlik=1262419999&url=makaleler/hsaglam-3.htm), 6 Ağustos 2017.

³⁸ Saleem, **a.g.e.**, s. 3.

³⁹ **A.e.**, s. 4.

⁴⁰ Iqbal, Mirakhor, **a.g.e.**, s. xii.

⁴¹ Saleem, **a.g.e.**, s. 4.

⁴² **A.e.**, s. 4.

⁴³ **A.e.**, s. 4.

(4) İslami olarak uygun olmadığı düşünülen yatırımlar (Haram)

Ticari faaliyetlerin ve aynı şekilde sözleşmelerin İslami kurallara uygun olabilmesinin bir diğer koşulu da İslam dininde yasaklı olan faaliyetleri içermemesidir. Yasaklanmış olan faaliyetlere dayanan herhangi bir gelir ya da kazanç haram olarak nitelendirilmiştir. Örneğin, alkollü içkilerin, domuz etinin ticareti ve tüketimi, herhangi bir şekilde putlara dayalı ticaret.⁴⁴

Haram bir ürüne ya da faaliyete dayalı olan ne bir sözleşme ne de bir faaliyet İslami kurallar çerçevesinde kabul görmeyeceğinden İslami finansa dayanak teşkil edecek ekonomik faaliyet ya da her türlü sermaye piyasası aracı ihraç eden şirketlerin de İslam dini tarafından yasaklı sayılan konularla iştigal etmiyor olması gerekmektedir.⁴⁵

b. İslami Finansın Tarihçesi

Müslümanların İslami esaslara dayalı ticari faaliyetleri 1.400 yıl öncesine dayansa da, sömürgecilik faaliyetleri neticesinde İslam dünyasında birçok ülke batı tarzı ekonomik sistemlerden etkilenecek, İslami kurallara uygun ticari uygulamalar yerine sömürgeci ülkelerin bankacılık ve ekonomik düzenlemelerini benimsemişlerdir.⁴⁶

Doktrin incelendiğinde görülmektedir ki, yazarlar İslami finansın tarihi gelişimini genellikle üç dönem altında incelemektedirler: 1960 öncesi faizsiz finans ve bankacılık fikri dönemi, 1960 ve 1976 arası İslami bankaların ortaya çıkışı ve kuruluş dönemi, 1977'den günümüze İslami finansın ve bankacılığın yayılma dönemi.⁴⁷

(1) 1960 öncesi faizsiz finans ve bankacılık fikri dönemi

Sömürgecilik döneminde Müslüman toplumlarda İslami geleneklere geri dönme arzusu giderek önem kazanmıştır. Örneğin, 1890'lı yıllarda Güney Hindistan'da ekonomik faaliyetlerini İslami kurallara uygun olarak yürütmek isteyen Müslümanlar bağış ve hayvan derisi toplayarak ihtiyacı olanlara faizsiz kredi veren bir sosyal yardım derneği kurmuşlardır. 1903 yılında Süveyş Kanalı'nın inşası sırasında gerekli fonun toplanabilmesi için Mısır'da faiz temelli faaliyet gösteren bir kuruluş olan Barclays Bank'ın kurulması tepkilere yol açmıştır.⁴⁸ Ancak İslami kurallara uygun ekonomik bir düzen arzusuna yönelik olan tepki ve girişimler

⁴⁴ A.e., s. 5.

⁴⁵ European Central Bank, Islamic Finance, Occasional Paper, No. 146, June 2013, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp146.pdf.24> Mart 2018.

⁴⁶ Frank E Vogel, Samuel L. Hayes, **Islamic Law and Finance: Religion, Risk, and Return**, The Hague, Kluwer International, 1998, s. 4.

⁴⁷ Ahmad Alharbi, Development of the Islamic Banking System, **Journal of Islamic Banking and Finance**, June 2005, Vol. 3, S. 1, s. 14, (çevrimiçi), http://jibfnet.com/journals/jibf/Vol_3_No_1_June_2015/2.pdf, 14 Ağustos 2017. Aynı yönde bkz. Iqbal, Mirakhor, a.g.e., s. 13.

⁴⁸ Iqbal, Mirakhor, a.g.e., s. 14.

olsa da bu yöndeki direnişler çok geniş kitlelerin katılımlarla yaygınlaşmamıştır. Ancak sömürgecilik döneminin sonlarına doğru Müslüman toplumlar kendi kimliklerini tekrar keşfetmiş ve İslam dininin toplum hayatının her yönünü etkileyen değerlerini geri kazanmak istemişlerdir.⁴⁹ İkinci Dünya Savaşı sonrasında, 20. yüzyılın ikinci yarısında Müslüman nüfusun çoğunlukta olduğu ülkelerin bağımsızlıklarını kazanması ile birlikte modern İslami finans uygulamalarının da başladığı kabul edilmektedir.⁵⁰

(2) 1960 ve 1976 arası İslami bankaların ortaya çıkışı ve kuruluş dönemi

İslami kurallara uygun şekilde faaliyet gösteren bir finansal kuruluş için olan taleplerle birlikte teorik düzlemde yapılan çalışmaları takiben 1963 yılında Ahmad Al-Najjar'ın tarafından Mısır'da Mit Ghamr kasabasında ilk modern İslami banka kurulmuştur. Bu banka faizsiz bankacılığın ilk örneği olarak kabul edilse de bu kurum gerçek bir banka olmaktan çok sosyal yardım kuruluşu olarak öne çıkarılmıştır ve sadece dört yıl faaliyet gösterebilmiştir.⁵¹ Alman tasarruf bankaları örnek alınarak kurulan bu tasarruf bankasının amacı Müslümanların birikimlerinin toplanarak İslami kurallar çerçevesinde bu kişilere helal kazançlar sağlanması olmuştur.⁵²

Aynı dönemlerde Bangladeş ve Malezya'da da (*Pilgrims Saving Corporation of Malaysia*) konvansiyonel finans kuruluşlarındaki faiz uygulamalarının yerine Müslümanların faizsiz olarak tasarrufta bulunabilmelerini sağlayan kuruluşların ortaya çıkması için benzer çalışmalar yapılmıştır.⁵³ 1971 yılında Mısır'da ilk devlet destekli faizsiz işleyen bir kurum olan Nasir Social Bank, başkanlık kararı ile kurulmuştur.

1940'lı yıllardan itibaren akademik çalışmaları takiben ortaya çıkan bu küçük ölçekli ve faizsiz sistem içerisinde faaliyet gösteren yapılar ya uzun soluklu olmamıştır ya da sıkı sıkıya İslami kurallara uygun faaliyet gösterememiştir.⁵⁴

1970'li yıllarda Ortadoğu'daki petrol zengini ülkelerdeki petrol ihracatına bağlı zenginleşme, şeri'ata uygun faaliyet gösteren kuruluşların ortaya çıkması için uygun bir ortam

⁴⁹ Iqbal, Mirakhor, **a.g.e.**, s. 13.

⁵⁰ Vogel, Hayes, **a.g.e.**, s. 4.

⁵¹ Iqbal, Mirakhor, **a.g.e.**, s. 15.

⁵² Elia, **a.g.e.**, s. 2.

⁵³ Iqbal, Mirakhor, **a.g.e.**, s. 15 ve Türker, **a.g.e.**, s. 11.

⁵⁴ Bob McDowall, **Islamic Banking: a brief historical perspective**, 22 Mart 2007, (Çevrimiçi), <https://ifinanceexpert.wordpress.com/2007/03/22/islamic-banking-a-brief-historical-perspective/>, 14 Ağustos 2017.

yaratmış ve 1975 yılında BAE’de Dubai Islamic Bank kurulmuştur.⁵⁵ Dubai Islamic Bank genel olarak, ilk özel İslami banka olarak kabul edilmektedir.⁵⁶

Bu gelişmeleri takiben 1975 yılında Cidde’de toplanan İslam Konferansı Örgütü, İslam Kalkınma Bankası’nın (*Islamic Development Bank*) kurulmasına karar vermiştir.⁵⁷ 1977’de faaliyete başlayan ve faaliyete başladığı tarihten bu yana ağırlıklı olarak kamu projelerinin finanse edilmesinde faaliyet gösteren bankanın, İslami bankacılık ve genel olarak İslami finansın gelişmesinde çok önemli bir rol oynadığı kabul edilmektedir.⁵⁸ İslam Kalkınma Bankası’na bugün itibari ile 56 ülke üyedir ve bankanın ödenmiş sermayesi 8.4 milyon Islamic Dinar’dır (yaklaşık 11,2 milyar Amerikan Doları).⁵⁹

(3) 1977’den günümüze İslami finansın ve bankacılığın yayılma dönemi

1980’li yıllar İslami finansın ve şeri’ata uygun finansal ürünlerin hızlı gelişim ve yayılma dönemi olarak nitelendirilmektedir, söz konusu ortaya çıkma ve yayılma trendi 1990’lara doğru da devam etmiştir.⁶⁰ İslami bankalar gelişmelerini ve yayılmalarını sürdürüp hizmetlerini de çeşitlendirirken, İslami finanstaki gelişmeler sadece bankacılık faaliyetleri de sınırlı kalmamıştır. Nitekim, 1979 yılında Sudan’da, 1984 yılında Malezya’da ve onları takiben Suudi Arabistan ve Ortadoğu ülkelerinde İslami kurallara uygun sigortacılık faaliyeti anlamına gelen *takaful* hizmetleri de verilmeye başlanmıştır.⁶¹

Bu dönemde İran İslam Cumhuriyeti, Pakistan gibi ülkeler tüm finansal sistemlerini İslami kurallara uygun hale getirmek için köklü bir değişime sokmuş, Malezya ve Bahreyn ise var olan sistemleri çerçevesinde İslami bankacılığı deneyeme başlamışlardır. Bir yandan da uluslararası olan ve konvansiyonel sistemde faaliyet gösteren birçok banka İslami kurallara uygun işleyen İslami Pencerelerini (*Islamic Windows*) açmaya başlamışlardır.⁶² İslami pencereler konvansiyonel bankaların yatırım araçlarını şeri’ata uygun olarak yapılandırılanlarla da genişletebilmelerini ve bu yatırım araçlarına yatırım yapmak isteyen ağırlıklı olarak

⁵⁵ Iqbal, Mirakhor, **a.g.e.**, s. 15.

⁵⁶ Ahmad Alharbi, **a.g.e.**, s. 15.

⁵⁷ Türker, **a.g.e.**, s. 11.

⁵⁸ Ahmad Alharbi, **a.g.e.**, s. 14.

⁵⁹ The Islamic Development Bank Group, (Çevrimiçi), <http://thatwhy.isdb.org/irj/go/km/docs/documents/IDBDevelopments/Internet/thatwhy/en/who-we-work-with/the-idb-group.html>, 11 Ağustos 2017.

⁶⁰ Iqbal, Mirakhor, **a.g.e.**, s. 16.

⁶¹ Hakan Aslan, “Türkiye’de Tekafül (İslami Sigorta) Uygulamaları: Problemler ve Çözüm Önerileri”, **Uluslararası İslam Ekonomisi ve Finansı Araştırma Dergisi**, 2015, Yıl:1, C. 1, S. 1, s. 93.

⁶² Iqbal, Mirakhor, **a.g.e.**, s. 16.

Müslüman kesime de hizmet sunabilmelerini sağlamaktadır.⁶³ Batılı bankaların İslami pencerelerinin ilk örneklerinden biri olarak Citibank, 1996 yılında Bahreyn’de İslami yatırım bankası şubesini açmıştır.⁶⁴ Citibank dışında Chase Manhattan, HSBC, Deutsche Bank, ABN Amro Holding, Société Générale, BNP Paribas, Bank of America, Goldman Sachs, Standard Chartered ve Barclays kurdukları şube ya da iştirakleri aracılığı ile İslami usullere uygun finansal hizmetler vermektedirler.⁶⁵

Bankacılık sektöründe yaşanan gelişmelerin yanında çeşitli İslami kurum ve organizasyonlar da yine bu dönemde kurulmuştur.⁶⁶

1977 yılında Mekke’de Uluslararası İslami Bankalar Birliği (*the International Association of Islamic Banks*) kurulmuş, birlik 1999 yılında General Council for Islamic Banks and Financing Institutions⁶⁷ adını almış ve merkezi Bahreyn’e taşınmıştır. CIBAFİ İslami İşbirliği Örgütü ile bağlantılı olup üyelerinin kendi arasındaki ve benzer amaçları ve çıkarları paylaşan diğer kuruluşlarla üyeleri arasındaki işbirliğini geliştirmeyi, İslami finansal hizmetleri global olarak temsil etmeyi amaçlayan bir organizasyon olarak faaliyet göstermektedir.⁶⁸

1990 yılında Bahreyn’de İslami finansal kurumlar için muhasebe, denetim, etik ve şeri’at standartları hazırlamak amacıyla İslami Finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetim Organizasyonu aralarında İslami Kalkınma Bankası’nın da bulunduğu İslami finansal kuruluşlar tarafından (*the Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions*) kurulmuştur.⁶⁹

İslami finans piyasasındaki gelişimle birlikte düzenleyici ve denetleyici otoritelere ihtiyaç da artmıştır ve 2003 yılında IMF’nin de desteği ile İslami Finansal Hizmetler Kurulu (*Islamic Financial Services Board* (IFSB)) kurulmuştur. İslami finans sektöründe global standartlar

⁶³ Juan Solé, Introducing Islamic Banking into Conventional Banking Systems, **IMF Working Paper**, July 2017, s. 8, (çevrimiçi), <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07175.pdf>, 11 Ağustos 2017.

⁶⁴ Abdus Samad, “Are Islamic bank promises delivered or failed? Evidence from cross country Islamic banks”, **Banks and Bank Systems**, Vol. 7, Issue 3, 2012, s. 97.

⁶⁵ Elfakhani, S., I. Zbib, and Z. U. Ahmed, “**Marketing of Islamic Financial Products**”, 2007, (çevrimiçi), https://www.researchgate.net/publication/283256542_Elfakhani_S_I_Zbib_and_Z_U_Ahmed_2007_Marketing_of_Islamic_Financial_Products_Handbook_of_Islamic_Banking_ISBN_978-1-84542-083-3_Edited_by_Professor_M_Kabir_Hassan_and_Professor_Mervyn_K_Lewis_Edward, 14 Ağustos 2017.

⁶⁶ Ahmad Alharbi, **a.g.e.**, s. 15.

⁶⁷ İslami Bankalar ve Finansal Kuruluşlar Genel Konseyi

⁶⁸ **About CIBAFİ**, (çevrimiçi), <http://www.cibafi.org/Pages.aspx?id=pvRm8sofDxl>, 14 Ağustos 2017.

⁶⁹ Detaylı bilgi için bkz. <http://aaoifi.com/?lang=en#>, 14 Ağustos 2017.

belirleyen ve İslami bankacılık, İslami sermaye piyasaları ve İslami sigortacılık sektörleri için rehber niteliğinde prensipler ortaya koymaktadır.⁷⁰

İslami finans piyasasındaki hızlı büyüme trendi ile birlikte yukarıdaki paragraflar sayılanlar haricinde, IIFM, derecelendirme kuruluşu olarak İslam Ülkeleri Uluslararası Derecelendirme Ajansı (*International Islamic Rating Agency*), tahkim ve uyuşmazlık çözüm merkezi olarak ARCIFI gibi diğer uluslararası kuruluşlar da piyasanın ihtiyacı doğrultusunda standart belirleyici kurumlar olarak hayata geçirilmiştir.

İslami finans sisteminin yıllara göre gelişimi aşağıdaki tabloda kısaca gösterilmektedir.

İslami Finans Sisteminin Gelişimi					
	1960-1970	1970-1980	1980-1990	1990-2000	2000-
Kurumlar	- Tasarruf bankaları	- Ticari bankalar	- Ticari bankalar - Sigorta şirketleri - Yatırım kurumları	- Ticari bankalar - Sigorta şirketleri - Yatırım kurumları - Portföy yönetim şirketleri - Aracı kurumlar	- Ticari bankalar - Sigorta şirketleri - Yatırım kurumları - Portföy yönetim şirketleri - Aracı kurumlar - E- ticaret
Ürünler	- Tasarruf bankaları ürünleri	- Ticari banka ürünleri	- Ticari banka ürünleri - İslami sigortacılık ürünleri	- Ticari banka ürünleri - İslami sigortacılık ürünleri - Yatırım fonları - Sukuk	- Ticari banka ürünleri - İslami sigortacılık ürünleri - Yatırım fonları - Sukuk

⁷⁰ Detaylı bilgi için bkz. <http://www.ifs.org/>.

				- Hisse senetleri	- Hisse senetleri - Yapılandı rılmış ürünler
Bölge	- Körfez Arap Ülkeleri - Ortadoğu	- Körfez Arap Ülkeleri - Ortadoğu	- Körfez Arap Ülkeleri - Ortadoğu - Asya- Pasifik	- Körfez Arap Ülkeleri - Ortadoğ u - Asya- Pasifik	- Körfez Arap Ülkeleri - Ortadoğu - Asya- Pasifik - Avrupa Amerika

İsmail Çelik, “İslam Finans Sisteminin Geleceğinin Aksiyomları”, **Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, S. 49, Temmuz 2016⁷¹

Tablo 1.1: İslami Finans Sisteminin Gelişimi

Yukarıda yer verilen tabloya bakıldığında İslami finans gelişiminin beş dönem olarak ele alındığı görülmektedir. 1960 ve 1970 yılları arasında İslami finans faaliyetleri sadece tasarruf bankaları tarafından Körfez Arap ülkeleri ile Ortadoğu ülkelerinde yürütülmektedir.

1970’li yıllardan itibaren ise ticari bankalar da kendi ürünlerini İslami finansa uygun şekillendirmeye başlasalar da faaliyetler 1980 yılına kadar yine aynı coğrafya ile sınırlı kalmıştır. Ancak bu yıldan itibaren, İslami finans sigorta şirketleri ve yatırım kurumlarının da ilgisini çekmiştir ve İslami bankacılık ürünleri yanı sıra bugün de giderek önem kazanmaya devam eden İslami sigortacılık faaliyetleri görülmeye başlanmıştır. 1990’lı yıllara kadar olan bu dönemde İslami finans faaliyetlerinin görüldüğü coğrafyaya Asya-Pasifik ülkeleri de dahil olmuştur.

1990 ila 2000 yılları arasında olan dönemde ise yatırım kurumları, portföy yönetim şirketleri ve aracı kurumlar da bu yeni finans sisteminde de faaliyet göstermeye başlamışlardır. Nitekim, İslami yatırım fonları, sukuk ve İslami hisse senetleri yatırımcıların ilgisini çekmeye başlamış ve İslami finans alternatif bir finans yöntemi olarak finans sistemi içinde kendine geçici olmayan bir yer edinmiştir. Bu sürecin devamı olarak 2000 yılından itibaren

⁷¹ İsmail Çelik, “İslam Finans Sisteminin Geleceğinin Aksiyomları”, **Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, S. 49, Temmuz 2016, s. 165.

yapılandırılmış ürünler ve hatta e-ticarete dahi İslami prensiplere uygun modeller görülmeye başlanmıştır. Avrupa ve Amerika da bu finans ürünlerinin etkili olduğu coğrafyalar arasında yerini almıştır.

İslami finans, nüfusunun büyük çoğunluğu Müslüman olan coğrafya ve ülkelerde gelişirken ve finans kurumları dışında düzenleyici ve denetleyici uluslararası kuruluşlar hayata geçirilirken, Müslüman olmayan ülkelerde de İslami finans hızlı bir gelişme göstermiştir. Bunun ilk örneklerinden birisi Cenevre’de 1981 yılında kurulan ve İslami bankalarda pay sahibi olan Dar al Maal al Islami yatırım şirketidir.⁷²

Günümüzde Birleşik Krallık, İrlanda ve Lüksemburg İslami finans pratiğinde önemli bir yere sahip ülkelerdir. Bu ülkeleri İslami finans uygulamalarını yaygınlaştırmak için mevzuat değişiklikleri yapan Almanya, İtalya ve Fransa izlemektedir.⁷³ Örneğin İslami finansman araçlarını ülkeye çekebilmek için, Fransa 2007 yılından itibaren hem yapısal hem de vergisel düzenlemeler yapmıştır. Ek olarak, Paris Europlace bünyesinde İslami finans komisyonu kurularak bu yatırımların teşviki için çalışmalar başlatılmıştır.⁷⁴ Almanya’da ilk sukuk ihracı ise Federal Devlet tarafından mudaraba sukuk olarak 5 yıl vade ile 2004 yılında gerçekleştirilmiştir.⁷⁵

Deloitte tarafından Kasım 2015’te yayınlanan Corporate Sukuk in Europe adlı raporda, İslami finansa duyulan ilginin ve İslami finansın gelişiminin, birebir dini demografik yapıya bağlı olmadığı, birçok Avrupa ülkesinde İslami finans lehine düzenlemeler yapıldığının altı çizilmektedir.⁷⁶

Tüm bu gelişmelerin yanında konvansiyonel sistemin ulusal ve uluslararası kurumları ve organizasyonları da İslami finans ile ilgili olarak çalışmalar yürütmeye başlamışlardır. İslami finansının yapısının incelenmesi ve bu organizasyonlarca araştırmalar yapılması bir yana, İslami finansın uluslararası kuruluşlarıyla da ortak çalışmalar yürütülmeye başlanmıştır. Örneğin, İslami finansı varlığa dayalı ve sosyal duyarlılığı olan bir finansman yöntemi olarak nitelendiren Dünya Bankası Temmuz 2015 tarihinde CIBAFI ile İslami finansın global olarak

⁷² Iqbal, Mirakhor, **a.g.e.**, s. 17.

⁷³ Deloitte, **a.g.e.**, s. 6.

⁷⁴ Mehmet Çanakcı, “**Çok Kutuplu Dünyada İslami Finans Piyasalarının Gelişimi ve Sukuk İhraçları**”, Türkiye İslam İktisadi Dergisi, C. 1, Sayı 2, Ağustos 2014, s. 51.

⁷⁵ **A.e.**, s. 51.

⁷⁶ **A.e.**, s. 7.

yaygınlaşması ve dünya çapında gelişmenin finansmanında etkili bir araç olarak kullanılması için yardımlaşılması hakkında bir mutabakat zaptı imzalamıştır.⁷⁷

(4) Türkiye’de İslami Finansın Gelişimi

Türkiye’de İslami finansın gelişimi İslami bankacılık faaliyetleri ile birlikte başladığı görülmektedir. Faizsiz bankacılık faaliyetleri kapsamında ilk olarak 1975 yılında DESİYAB kurulmuştur. 1961 yılından itibaren başta Almanya olmak üzere Avrupa ülkelerine çok sayıda işçi gönderilmesini takiben işçilerin ülkeye getireceği dövizler ve bunların değerlendirilmesi Türkiye için önem kazanmıştır.⁷⁸ DESİYAB ile işçilerin birikimlerinin faizsiz bir sistemde değerlendirilerek bu birikimlerin üretim sektörüne finansman sağlanmada kullanılması amaçlansa da banka 1978 yılında faizli sisteme geçerek faaliyet göstermeye başlamıştır.⁷⁹

DESİYAB’ın kuruluşundan altı sene sonra, 1983 yılında, Bakanlar Kurulu’nun 16.12.1983 tarih ve 83/7506 sayılı kararnamesi ile Özel Finans Kurumları düzenlenmiştir.⁸⁰ İlk olarak, 1985 yılında “Albaraka Türk” özel finans kurumu kurulmuştur ve ilerleyen yıllarda bunu Kuveyt Türk (1989), Anadolu Finans (1991), İhlas Finans (1995), Asya Finans (1996) izlemiştir.⁸¹ 1999 yılında özel finans kurumları, 4389 sayılı Bankacılık Kanunu’na tabi kılınarak konvansiyonel bankalar ile aralarındaki yasal farklılıklar ortadan kaldırılmaya başlanmıştır.⁸² Bu kuruluşların kararname yerine kanun ile düzenlenmeye başlanması da Türkiye’de İslami bankacılık faaliyetlerin gelişimi için kat edilen ayrı bir aşama olarak değerlendirilebilir. 2000 yılında Faysal Finans, Ülker Holding tarafından devralınarak Family Finans Kurumu A.Ş.’ye dönüşmüştür. 2001 yılında İhlas Finans likidite sorunları sebebi ile iflas etmiş, BDDK tarafından faaliyetleri durdurulmuştur.

⁷⁷ World Bank Group, Islamic Finance, (çevrimiçi) <http://www.worldbank.org/en/topic/financialsector/brief/islamic-finance>, 17 Ağustos 2017.

⁷⁸ Serdar Şahinkaya, “Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası’ndan Türkiye Kalkınma Bankası’na: 1975-2001 Döneminde Kurumsal Yapıdaki Temel Dönüşümler Üzerine Düşünceler ve Bazı Öneriler”, (çevrimiçi), <http://content.csbs.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/P139.pdf>, 11 Temmuz 2017.

⁷⁹ Erdem Bafra, **İslami Bankacılıkta Sukuk (Kira Sertifikaları) ve Uygulaması**, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2016, s. 28.

⁸⁰ Servet Bayındır, “Asya ve Afrika Kültürünün Dünyaya Bir Armağanı: Faizsiz Bankacılık”, (çevrimiçi), s. 22, <http://www.ayk.gov.tr/wp-content/uploads/2015/01/BAYINDIR-Servet-ASYA-VE-AFR%C4%B0KA-K%C3%9CLT%C3%9CR%C3%9CN%C3%9CN-D%C3%9CNYAYA-B%C4%B0R-ARMA%C4%9EANI-FA%C4%B0ZS%C4%B0Z-BANKACILIK.pdf>, 14 Ağustos 2017.

⁸¹ Mehmet Asutay, “The development of Islamic banking in Turkey: regulation, performance and political economy”, **Islamic Finance in Europe: Towards a Plural Financial System**, Ed. by Valentino Cattelan, UK, Edward Elgar Publishing Limited, 2013, s. 214.

⁸² H. Şaduman Okumuş, “Interest – free Banking in Turkey: A study of Customer Satisfaction and Bank Selection Criteria”, **Journal of Economic Cooperation**, 2005, s. 56, (çevrimiçi), <http://www.sesric.org/files/article/83.pdf>, 3 Nisan 2017.

4672 sayılı Kanun'da Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun⁸³ ile katılım bankalarının çatı kuruluşu olan ve meslek kuruluşu niteliğinde, tüzel kişiliği haiz olarak Özel Finans Kurumları Birliği kurulmuştur. 5411 sayılı Bankacılık Kanunu⁸⁴ ile özel finans kurumları katılım bankaları olarak adlandırılmıştır ve Özel Finans Kurumları Birliği de Türkiye Katılım Bankaları Birliği olarak değiştirilmiştir.⁸⁵ Halihazırda Türkiye'de beş katılım bankası faaliyet göstermektedir. Bunlar; Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş., Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş., Türkiye Finans Katılım Bankası A.Ş., Vakıf Katılım Bankası A.Ş. ve Ziraat Katılım Bankası A.Ş.'dir.⁸⁶ Türk bankacılık sektöründe kalıcı bir yer edinen ve İslami finans uygulamalarının Türkiye'de gelişmesinde aktif rol üstelenen katılım bankaları Türkiye genelinde 1008 şube ile hizmet vermektedir.⁸⁷

Katılım Bankalarının 31.12.2017 İtibariyle Sektördeki Payı			
	Aralık 2017	Aralık 2016	Aralık 2015
Toplanan Fonda	6,1	5,6	5,9
Kullandırılan Fonda	5,0	4,8	5,2
Toplam Aktivite	4,9	4,9	5,1
Öz Varlıkta	3,8	3,8	4,1
Net Karda	3,2	2,9	1,6

Türkiye Katılım Bankaları Birliği, Mukayeseli Tablolar, (çevrimiçi), <http://www.tkbb.org.tr/mukayeseli-tablolar>⁸⁸

⁸³29.05.2001 tarih ve 24416 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 4672 sayılı Kanun'da Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun, (çevrimiçi), <http://resmigazete.gov.tr/main.aspx?home=http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2001/05/20010529.htm&main=http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2001/05/20010529.htm>, 15 Ağustos 2017.

⁸⁴ 01.11.2005 tarih ve 25983 mükerrer sayılı nüshasında yayımlanan 5411 sayılı Bankacılık Kanunu, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2005/11/20051101M1-1.htm>, 15 Ağustos 2017.

⁸⁵ Türkiye Katılım Bankaları Birliği Tarihçesi, (çevrimiçi), <http://www.tkbb.org.tr/tarihce>, 10 Temmuz 2017.

⁸⁶ A.e., s.y.

⁸⁷Türkiye Katılım Bankaları Birliği, Banka genel bilgileri, (çevrimiçi), <http://www.tkbb.org.tr/banka-genel-bilgileri>, 15 Ağustos 2017.

⁸⁸ Türkiye Katılım Bankaları Birliği, Mukayeseli Tablolar, (çevrimiçi), <http://www.tkbb.org.tr/mukayeseli-tablolar>, 3 Şubat 2018.

Tablo 1.2: Katılım Bankalarının 31.3.2017 İtibariyle Sektördeki Payı

Yukarıda yer verilen tabloya bakıldığında, İslami prensiplere uygun faaliyet gösteren katılım bankalarının finans sektörü içerisindeki payının, 2015 yılından itibaren piyasada toplanan fonlar bakımından %5'in üzerinde olduğu dikkat çekmektedir. Bu rakam Aralık 2017 itibari ile %6,1'e ulaşmıştır. 2016 yılında katılım bankalarının toplam aktifleri %10,5 büyümeye ile 133 milyar TL'ye ulaşmış; pazar payı ise %4,9 olarak gerçekleşmiştir.⁸⁹

Tüm bankacılık sistemi içerisinde İslami kurallara uygun faaliyet gösteren katılım bankalarının sektör payları, henüz çok yüksek olmasa da, Türkiye'nin 2023 vizyonuna bakıldığında bu payın %15'e çıkarılmasının hedeflendiği görülmektedir.⁹⁰

Türkiye'de İslami Finansın Tarihsel Geçmişi	
Yıl	Gelişmeler
1983	ÖFK'lara ilişkin Bakanlar Kurulu Kararı
1985	Albaraka Türk ve Faysal Finans'ın kuruluşu
1989	Kuveyt Türk'ün kuruluşu
1991	Anadolu Finans'ın kuruluşu
1995	İhlas Finans'ın kuruluşu
1996	Asya Finans'ın kuruluşu
1999	- ÖFK'ların Bankacılık Kanunu'na tabi kılınması - BDDK'nın kuruluşu
2001	- Faysal Finans'ın Family Finans oluşu - İhlas Finans'ın sektörden çıkışı - Özel Finans Kuruluşları Birliği'nin kuruluşu - TMSF'nin kuruluşu

⁸⁹ Katılım Bankaları 2016, Türkiye Katılım Bankaları Birliği, s.32, (çevrimiçi), http://tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/Almanak_2016.pdf, 13 Ağustos 2017.

⁹⁰ 21-23 Aralık 2013 Katılım Bankacılığı ve Faizsiz Finans Çalıştayı, **Çalıştay Raporu**, Temmuz 2014, s. 7.

2005	• 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nun kabulü • ÖFK'ların Katılım Bankası adını alması • Anadolu Finans ve Family Finans'ın Türkiye Finans çatısı altında birleşmesi • ÖFK'lar tarafından kurulan Güvence Fon'un TMSF'ye devri
2008	• Türkiye Finans'ın National Commerce Bank tarafından devralınması
2010	• Kuveyt Türk tarafından ilk özel sektör sukuku ihracı
2012	• Türk Hazinesi tarafından ilk devlet sukuku ihracı
2013	• Dünya Bankası İslami Finans Departmanı Merkezi'nin kuruluşu
2015	• İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Hareket Planının onaylanması • Ziraat Katılım Bankası'nın kuruluşu • Faizsiz Finans Koordinasyon Kurulu'nun kuruluşu
2016	• Vakıf Katılım Bankası'nın kuruluşu

Turkey Participation (Islamic) Finance Country Report, Undersecretariat of Treasury, November 2016, (çevrimiçi),

https://www.hazine.gov.tr/File/?path=ROOT%2F1%2FDocuments%2FSayfalar%2FTR_Participation_Finance.pdf⁹¹

Tablo 1.3: Türkiye'de İslami Finansın Tarihsel Geçmişi

Türkiye'de İslami finansın gelişimini özetleyen yukarıdaki tablo analiz edildiğinde, İslami finansın global boyutta gösterdiği gelişmelere yakın bir süreç geçirildiği göze çarpmaktadır. Her ne kadar dünyadaki ilk uygulamalar 1970'li yıllarda başlamış olsa da, ülkemizde bu yöndeki ilk faaliyetlerin, özel finans kurumları tarafından 1980'li yıllarda gerçekleştirilmeye başlandığı görülmektedir.

⁹¹ Turkey Participation (Islamic) Finance Country Report, Undersecretariat of Treasury, November 2016, s. 19, (çevrimiçi), https://www.hazine.gov.tr/File/?path=ROOT%2F1%2FDocuments%2FSayfalar%2FTR_Participation_Finance.pdf, 15 Ağustos 2017.

Özellikle 2010 yılına kadar olan süreçte İslami finans faaliyetleri ağırlıklı olarak özel finans kurumları ve akabinde katılım bankaları tarafından yürütülmüştür. 2010 yılından itibaren İslami tahvil uygulaması olarak adlandırılan yatırım aracı olarak sukuk ihraçları görülmeye başlanmış ve paralel olarak yatırım kuruluşları da bu yönde faaliyet göstermeye başlamışlardır.

Nitekim, Türkiye’de İslami finans, bankacılık sektörü dışında kalan diğer tüm finans sektöründe de gelişme göstermektedir. İslami kurallara uygun sermaye piyasası ürünleri ve İslami sigortacılık faaliyetlerinde de uluslararası bir finans merkezi olma amacına uygun olarak önemli ilerlemeler kaydedilmektedir.⁹²

Örneğin, İslami finansa uygun sermaye piyasası ürünleri olarak kira sertifikaları, yatırım fonları, gayrimenkul yatırım fonları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, girişim sermayesi yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları sayılabilir.

İslami bankacılık ve İslami sermaye piyasası dışında, İslami sigortacılık faaliyeti takafül uygulamaları Türkiye’de çok yeni olmakla birlikte, bu hizmeti sunan şirketlerin sayısı artmaktadır. Örneğin, 2013 yılında üç şirket varken 2015 yılı itibari ile bu sayı sekize yükselmiştir ve 2014 yılında Katılım Sigortacılığı Derneği kurulmuştur.⁹³

Türkiye’de ilk faiz getirisi hedeflemeyen BES programı Türkiye Finans tarafından “organikbes” adıyla geliştirilmiştir. 2010 yılında toplam 133 yatırım fonu içinde sadece üç farklı şirket tarafından sunulan üç tane faizsiz emeklilik fonu mevcutken, 2016 yılı Eylül ayı itibari ile 253 yatırım fonu içinde dokuz farklı şirket tarafından 40 faizsiz emeklilik fonu sunulmaktadır.⁹⁴

2. İslami Finansman Kurumları

Konvansiyonel sistemde olduğu gibi İslami finasta da finansman, bankacılık faaliyetleri, sigortacılık faaliyetleri ve sermaye piyasası ürünleri ile sağlanmaktadır. Sermaye piyasası ürünleri de İslami pay piyasası (stock market), sukuk ve İslami yatırım fonlarından oluşmaktadır.

2016 yılı sonu itibari ile toplam İslami Bankacılık sektörü malvarlığı globalde 1,5 trilyon Amerikan Doları, henüz ödenmemiş olan ihraç edilen sukuk hacmi 318,5 milyar Amerikan Doları, İslami fonların toplam global malvarlığı 56 milyar Amerikan Doları ve global toplam tekafül primleri 25 milyar Amerikan Doları’dır.⁹⁵ Yine aynı şekilde 2016 yılı verileri baz

⁹² A.e., s.y.

⁹³ A.e., s. 53

⁹⁴ A.e., s. 57

⁹⁵ IFSB, **Islamic Financial Services Industry Stability Report 2017**, s. 3, (çevrimiçi), <http://www.islamicfinance.com/wp-content/uploads/2017/06/IFSB-IFSI-Stability-Report-2017.pdf>, 16 Ağustos 2017.

alındığında İslami finans kurumlarının global piyasada kendi içlerindeki payları şu şekildedir: İslami bankacılık %78,9, İslami sermaye piyasası aracı ürünlerinden sukuk %16,8, İslami fonlar %3,0 ve son olarak İslami sigortacılık %1,3'tür.⁹⁶

a. İslami Bankacılık

İslami esaslara göre faaliyet gösteren bankaların en önemli farkı, bankacılık sektörünün sağladığı hizmetleri faizsiz bir sistem üzerinden sağlamalarıdır. Dolayısı ile kar ve zarar esasına dayanan bu sistemde, karşılıklı ortaklık önem kazanmaktadır.⁹⁷ Kar ve zarara katılma hesabında tasarruf sahiplerinden toplanan fonlar finansman ihtiyacı olan yatırımcılara nakdi veya gayri nakdi kredi olarak kullanılmaktadır.⁹⁸

Faizsiz bankacılık sisteminde nakdi kredi olarak kullanılan temel finansman enstrümanları; kurumsal finansman desteği (murabaha), bireysel finansman desteği, finansal kiralama, kar-zarar ortaklığı yatırımı (muşaraka), mal karşılığı vesaikin finansmanı, emek-sermaye ortaklığı yatırımı (mudaraba), selem ve istisnadır.⁹⁹

Kurumsal finansman desteği (murabaha) ile banka kurumsal müşterisinin ihtiyaçları doğrultusunda ya bir malı ya da hizmeti onun adına piyasadaki alarak müşteriden bir ödeme planı çerçevesinde piyasada yaptığı ödemenin üzerine belli bir kar ekleyip bu rakamı tahsil etmesidir.¹⁰⁰ Faizli kredi kullanılması yolu ile fon sağlama yöntemine alternatif olarak gelişmiş bir satış işlemidir.¹⁰¹

Bireysel finansman desteği ile kurumsal müşterilerin değil gerçek kişilerin ihtiyaçları doğrultusunda kendilerinin piyasadaki aldıkları mal ve hizmet bedellerinin banka müşterisi

⁹⁶ IFSB, **Another Year of Slowdown in Global Islamic Finance**, (çevrimiçi), <https://www.islamicfinance.com/2017/06/ifsb-another-year-slowdown-global-islamic-finance/>, 2 Ağustos 2017.

⁹⁷ İsmail Çelik, Katılım Bankaları ve Denetleme Sorunsalı, **Anka e-Dergi**, C. 1, S. 1, 2016, s. 33, (çevrimiçi), <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/271640>, 16 Ağustos 2017.

⁹⁸ İlhami Söyler, **Hukuki ve Mali Boyutlarıyla Sukuk (Kira Sertifikaları)**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2014, s. 5.

⁹⁹ Türker, a.e., s. 38.

¹⁰⁰ Gökhan Sümer, Fatih Onan, **Dünyada Faizsiz Bankacılığın Doğuşu, Türkiye'deki Katılım Bankacılığının Gelişme Süreci ve Konvansiyonel Bankacılıktan Farkları**, s. 300, (çevrimiçi), <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/287159>, 16 Ağustos 2017.

¹⁰¹ Yapar, s. 93. Yazar İslam hukukuna göre bir satış işleminin geçerli olması için aranan temel şartları şu şekilde sıralamaktadır: Satışa konu varlık satışın gerçekleştiği anda var olmalıdır, satışın gerçekleştiği anda satıcı, satışa konu varlığın sahipliğini taşıyor olmalıdır, satışın gerçekleştiği anda satıcı, satışa konu varlığın fiziki veya hukuki kontrolüne sahip olmalıdır, satış o anda ve kesin olmalıdır, satışa konu varlık bir değere sahip olmalıdır, satışa konu varlığı haram kılınan amaçlarla/varlıklarla ilgisi olmamalıdır, satışa konu varlığın özellikleri alıcı tarafından bilinmelidir, satışa konu varlığın alıcıya teslimi şansa veya tesadüfe bağlı olmaksızın kesin olmalıdır, satışın fiyatı kesin şekilde belirlenmiş olmalıdır, satış şartına bağlı olmamalıdır.

adına satıcıya ödenir ve müşterinin bankaya borçlanır. Bankanın müşterisine hiçbir şekilde nakdi ödeme yapmıyor olması bu sistemi konvansiyonel bankacılıktan ayırmaktadır.¹⁰²

Kar-zarar ortaklığı yatırımı (muşaraka) finansman yönteminde, banka ve müşterisinin her ikisinin de projeye emek ve sermaye koyması gerekmektedir. Bu sistemde projeden elde edilecek kar taraflar arasında önceden belirlenen oran üzerinden paylaşılır.¹⁰³ Tarafların zararı koydukları sermaye ile orantılı olarak üstlenmesi gerekmektedir.¹⁰⁴

Emek-sermaye ortaklığında (mudaraba), muşarakadan farklı olarak finansman ihtiyacı olan yatırımcı projeye sermaye koymayıp sadece emeğini koymaktadır. Dolayısı ile banka proje için gerekli olan finansmanın tamamını tek başına sağlamaktadır. İslam hukukuna göre fon kullanıcısı projeye sermaye koymadığı için projenin zarar etmesi durumunda bu zararın sermaye sahibi tarafından üstlenilmesi gerekmektedir. Bununla birlikte kar, her iki taraf arasında anlaştıkları oranlar üzerinden paylaşılabilir.¹⁰⁵

Mal karşılığı vesaikin finanse edilmesi ve mal karşılığı olan vesaikin banka tarafından alınması ancak müşterisine daha yüksek bir rakamdan belli bir ödeme planına bağlı olarak satılması yolu ile gerçekleştirilmektedir. Bu işlemin İslami kurallara uygun olması için vesaike konu malın ticaretinin yapılmış olması zorunludur.¹⁰⁶

Finansal kiralama, İslami bankaların müşterilerine verdiği başka bir önemli hizmet kolunu oluşturmaktadır. Müşterinin ihtiyaç duyduğu mal banka tarafından alınır ancak kullanabilmesi için müşteriye kiralanır. İslami finans literatüründe icara olarak adlandırılan bu işlem türünde malvarlığının kullanma hakkı devredilmeli, mülkiyet hakkı kiralama süresi boyunca bankada kalmalı ve kiralayanın kira borçlarını ödemediği takdirde temerrüdü halinde hiçbir şekilde faiz alınmamalıdır.¹⁰⁷ Selem işleminde bankanın müşterisinin ihtiyaç duyduğu malın ödemesi spot

¹⁰² Söyler, **a.g.e.**, s. 6.

¹⁰³ Sümer, Onan, **a.g.e.**, s. 301.

¹⁰⁴ Iqbal, Mirakhor, **a.g.e.**, s. xii.

¹⁰⁵ **A.e.**, s. 90.

¹⁰⁶ Mehmet Tenekeci, **Katılım Bankacılığının Finansal İstikrara Etkisi: Türkiye Örneği**, Yüksek Lisans Tezi, 2017, s. 55.

¹⁰⁷ Iqbal, Mirakhor, **a.g.e.**, s. 81.

piyasada yapılmakta ancak malın teslimi ileri bir tarihte gerçekleştirilmektedir. Vadeli işlem¹⁰⁸ oldukları için forward sözleşmelerine¹⁰⁹ benzetilmektedir.¹¹⁰

İstisna sözleşmelerinde, sözleşme esnasında mevcut olmayan bir malın üretilmesi ya da inşa edilmesi söz konusudur. Müşteri bankaya belli bir miktar peşinat öder, proje finansmanı için kalan tutar banka tarafından ödenir, müşteri daha sonra taksitler halinde bankaya bu tutarı geri öder.¹¹¹ İstisna sözleşmesinde selemden farklı olarak ödemenin sözleşme sırasında yapılması zorunluluğu bulunmamaktadır.¹¹²

b. İslami Sigortacılık (Tekafül)

İslam dinindeki sert faiz, bilinmezlik ve kumar yasakları ve Müslüman toplumunda konvansiyonel sigortacılık faaliyetlerinin dini kurallara uygun olmadığı algısı, sigortacılık faaliyetlerinin Müslüman toplumlarda çok gelişmemesine neden olmuştur.¹¹³

İnsanların oluşabilecek risklere karşı önlem alması şeri'at kuralları çerçevesinde kesinlikle yasak olmasa da önemli olan buna uygun bir çözümün geliştirilebilmesiydi. Her ne kadar konvansiyonel sigortacılık faaliyetlerinin İslami kurallara uygun olup olmadığı hususunda çeşitli tartışmalar bulunsun da, İslam din bilginlerinin çoğu konvansiyonel sigortacılığın riba (faiz), gharar (aşırı belirsizlik), maysir (kumar) ihtiva etmesi ve riskin sigortalananın sigortacıya geçersiz bir şekilde geçmesi sebepleri ile İslam hukukuna uygun olmadığı sonucuna varmışlardır.¹¹⁴

Zira, prim ve sigortalanan miktar arasındaki fazlalık riba, sigortalananın olay gerçekleşmezse ödediği tüm primleri kaybedecek olması ve aynı şekilde sigortacının olayın ve buna bağlı olan sonuçların gerçekleşip gerçekleşmeyeceğini bilmemesi gharar, son olarak da

¹⁰⁸ "Vadeli işlem sözleşmeleri sözleşmenin taraflarına, standartlaştırılmış miktar ve kalitedeki bir malı, kıymeti veya finansal göstergeyi, belirlenen ileri bir tarihte, bugünden üzerinde anlaşılan fiyattan alma veya satma yükümlülüğü getiren sözleşmelerdir." Detaylı açıklama için bkz. Aysel Gündoğdu, **6361 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu'na Göre Sermaye Piyasası Hukuku**, 2. bs., Ankara, Seçkin, 2015, s. 127.

¹⁰⁹ "Forward anlaşmaları, belirli bir dayanak varlığı, önceden belirlenmiş bir fiyat ve vadede alma ya da satma yükümlülüğü veren anlaşmalardır. Vade geldiğinde taraflardan alıcı olan taraf (uzun pozisyon sahibi) kontratta belirtilen fiyattan, dayanak varlığı almak zorundadır. Aynı şekilde, anlaşmayı satan taraf (kısa pozisyon sahibi), vade sonunda dayanak varlığı anlaşmada önceden belirlenmiş bir fiyat üzerinden alıcıya satmak zorundadır." Detaylı açıklama için bkz. Burak Saltoğlu, **Türev Araçlar, Piyasalar ve Risk Yönetimi**, 2014, s. 36, (çevrimiçi), http://www.econ.boun.edu.tr/content/old_files/ec34401/9216.pdf, 16 Ağustos 2017.

¹¹⁰ Türker, **a.g.e.**, s. 9.

¹¹¹ **SERPAM Araştırma Notları**, s. 5.

¹¹² İqbal, Mirakhor, **a.g.e.**, s. 82.

¹¹³ Ayub, **a.g.e.**, s. 418.

¹¹⁴ **A.e.**, s. 419.

her iki tarafın da sadece sigorta konusu olayın gerçekleşmesini veya gerçekleşmemesini umması, bu umut sebebiyle böyle bir riski alması maysir teşkil etmektedir. Dolayısı ile konvansiyonel sigortacılığın İslam dini yasaklarını ihlal etmesi sebebi ile bu kapsamdaki sözleşmelerin geçersiz olduğu sonucuna varılmaktadır.¹¹⁵

Şeri'at kurallarına uygun sigortacılık faaliyeti olan tekafülde, tekafül havuzu üyelerinin karşılıklı iş birliği ve risk paylaşımı söz konusudur. Tekafül Arapça "dayanışma" anlamına gelmektedir.¹¹⁶ Mudaraba veya vekalet usulü uygulanarak kurgulanan tekafülde katılımcıların ve şirketin arasında kar paylaşımı esastır.¹¹⁷ Uygulamada ağırlıklı olarak, her iki model birlikte kullanılmakta, katılımcılardan elde edilen fonlar İslami prensiplere uygun yatırımlarla değerlendirilmektedir. Elde edilen kar ise, katılımcılar ve tekafül şirketi arasında önceden belirlenen kar dağıtım esaslarına göre dağıtılmaktadır. Katılımcıların uğradığı ve kapsamda olan hasarlar, toplanan tekafül fonundan karşılanmaktadır.¹¹⁸

Türkiye'de de katılım sigortacılığına verilen önem giderek artmaktadır. Nitekim, 28 Mayıs 2017 tarihli açıklamasında Başbakan Yardımcısı Mehmet Şimşek, 2023 için katılım sigortacılığı payının %15'e çıkmasının hedeflendiğini ve bu yönde hazinenin de çalışmaları olduğunu belirtmiştir.¹¹⁹

c. İslami Sermaye Piyasaları

Modern finans sistemi içerisinde önemli bir yeri olan sermaye piyasaları İslami finansın da önemli bir bacağıdır. Önemli bir fon sağlama ve yatırım enstrümanı olan sermaye piyasası araçları İslami bankacılığın yanında ekonomik ihtiyaçların karşılanmasına hizmet etmektedir. 1990 yılından itibaren İslami sermaye piyasası araçlı hızlı ve çarpıcı bir büyüme göstermiştir. Yine aynı dönemde sermaye piyasalarının gelişimin İslami finans piyasalarının da büyümesi için kritik önemde olduğu anlaşılmıştır.

Zamanla şeri'at prensiplerine uygun sermaye piyasası araçlarının geliştirilmesi için İslami finans kurumlarının gösterdiği çabalar sonuçlarını vermiş, Güney Doğu Asya, Körfez

¹¹⁵ A.e., s. 420.

¹¹⁶ Yusuf Üstün, Sigorta, Tekafül ve Kooperatif Sigortacılığı, **Karınca Dergisi**, Mart 2014, Yıl: 80, S. 927, s. 6, (çevrimiçi), <http://koop.qtb.gov.tr/data/53cfbae7f2937098509ee9d3/02-TEKAFU%CC%88L%20MAKALE-dergi.pdf>, 16 Ağustos 2017.

¹¹⁷ Ahmet Tok, **İslami Finans Sistemi Çerçevesinde Sukuk (İslami Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları ve Türkiye Açısından Değerlendirmeler**, Sermaye Piyasası Kurulu Hukuk İşleri Dairesi Yeterlilik Etüdü, 2009, Ankara, s. 13.

¹¹⁸ Aslan, a.g.e., s. 105, 106.

¹¹⁹ **Sigortacılıkta Yeni Dönem Başlıyor**, Business HT, (çevrimiçi), <http://www.businessht.com.tr/ekonomi/haber/1510737-sigortacilikta-yeni-donem-basliyor>, 16 Ağustos 2017.

lkeleri gibi Müslüman nüfusun yoğun olarak yaşadığı bölgeler dışında Avrupa’da da büyüyen bir sektöre dönüşmüştür.¹²⁰

Konvansiyonel sisteme alternatif finansman yöntemi olan İşlami sermaye piyasası araçları temel olarak; İşlami hisse senetleri, İşlami yatırım fonları ve sukuktan oluşmaktadır. İşlami sermaye piyasası araçları arasında gerçek bir borçlanma aracı, örneğin tahvil, piyasasından söz edilebilmesi mümkün değildir. İşlami kurallara uygun bir borç ilişkisinde sadece ana paranın yani borç alınan temel paranın alacaklıya geri ödenmesi mümkündür.¹²¹

İşlami piyasalarda faaliyet gösterecek olan sermaye piyasası aracının gerçek bir malvarlığı işlemine dayanması ya da bu malvarlığını temsil etmesi zorunludur.¹²² İşlami finansın değerler sisteminde toplumun tamamının uzun dönemli sürdürülebilir yararlar elde etmesi amaçlandığından, İşlami finansın bu risk ve kar paylaşımına dayalı yapısının kısa dönemde kar maksimizasyonu yerine uzun dönemli yatırımları teşvik ettiği söylenebilecektir.

(1) İşlami hisse senetleri

Doktrinde hisse senetleri, anonim şirketler tarafından çıkarılan, belirli ortaklık sermayesine katılma payını temsil eden, yasal şekil şartlarına uygun olarak düzenlenmiş kıymetli evrak şeklinde tanımlanmaktadır.¹²³ İşlami kriterlere uygun faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetleri İşlami finansa uygun bir yatırım aracı olarak değerlendirilmektedir.

İşlami prensiplere uygun faaliyet gösteren şirketlerin hisseleri yine İşlami prensipler çerçevesinde işlem görmektedir. Bu kapsamda öncelikli olarak şirketlerin faaliyet alanlarına ve sektörlerine bakılmaktadır. Alkol, domuz eti üretimi ya da ticareti, kumar, faize dayalı sektörlerdeki finansal faaliyetler, sigorta şirketleri gibi belirsizlik unsuruna dayalı faaliyetler ve silah sanayi ile ilgili faaliyetler İşlami kurallara uygun hisseler olarak değerlendirilmemektedir.¹²⁴ Dolayısı ile şeri’ata uygun olmayan faaliyetler ile iştigal eden şirketlerin hisseleri İşlami açıdan yatırım yapılabilir hisseler değildir.

şeri’at kuralları ile kesin yasaklanmış olan bu faaliyetlerle ilişkili olmayan şirketler için de bazı ülkeler ek kriterler belirleyebilmektedirler. Örneğin, Malezya’da da yatırımcıların elinde

¹²⁰ Filippo di Mauro, Pierluigi Caristi, Stphane Couderc, Angela Di Maria, Lauren Ho, Baljeet Kaur Grewal, Sergio Masciantonio, Steven Ongena and Sajjad Zaher, **Islamic Finance in Europe**, Eurpoean Central Bank, Occasional Paper Series, S. 146, June 2013, s. 21, (evrimii), <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp146.pdf>, 16 Ağustos 2017.

¹²¹ Ayub, **a.g.e.**, s. 200.

¹²² **A.e.**, s. 200.

¹²³ Namık Kemal Gökalp, **Sermaye Piyasalarında Halka Arz Yöntemler, Uygulama ve Analizi**, İstanbul, Beta, 2014, s. 15.

¹²⁴ Tok, **a.g.e.**, s. 4.

bulunan şirket paylarının ikincil piyasada işlem görebilmesinin ön koşulu, şirketin likit olmayan varlıklarının toplam varlıklardaki payının %50'yi geçmemedir.¹²⁵

Hisse senetlerinin yatırım getirisinin sabit olmaması ve yatırımcıların şirketin riskine ortak olması şeklindeki yapısal unsurları da dikkate alındığında temel İslami finans kurallarına uygun yatırım aracı oldukları görülmektedir.

Her ne kadar hisse senetlerine yatırım yapılması şeri'at prensiplerine uygun olsa da, bu yatırımlarla bağlantılı olan kısa süreli satışlar ve spekülasyon hareketleri gibi bazı uygulamalar bu kurallarla bağdaşmamaktadır.¹²⁶ Dolayısı ile İslami kurallara uygun hisse senedi piyasası geliştirmek isteyen ülkelerde şirketlerin faaliyetlerinin İslami kurallara uygun olması kadar piyasanın işleyişine ilişkin düzenlemelerin de bu kurallarla uyumlu olması gerekmektedir.

İslami hisse senetlerine olan ilgili son yıllarda giderek artmaktadır. Bunun sonucunda ise İslami finansal araçlara yatırım yapan kişiler, bu işletmelerin şeri'at kurallarına uyumluluğunu değerlendirme ihtiyacı içini girmişlerdir ve İslami endeksler ortaya çıkmıştır.¹²⁷ İlk büyük İslami endeks olarak, New York Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören en büyük 30 şirketin hisse senetlerinden oluşan Dow Jones endeksi, 1999 yılından itibaren İslami endeks sağlamaya başlamıştır.¹²⁸ Bugün Dow Jones dışında, uluslararası Financial Times Stock Exchange (FTSE), Standard & Poor's (S&P), ve Morgan Stanley Capital International (MSCI) endeksleri de İslami hisse senedi endeksi hizmeti vermektedirler.¹²⁹

Söz konusu endeksler bağımsız şeri'at kurullarından aldıkları görüş ve yorumlar doğrultusunda endeks kriterlerini belirledikleri için yatırım araçlarının İslami kurallara uygun olması konusunda hassas olan yatırımcılar bakımından önemli bir kolaylık sağlayarak, İslami kurallara uygunluk araştırması yapılması gibi masrafların oluşmasını da önlemektedir.¹³⁰

2014 yılında yapılan bir çalışmada Avrupa, ABD ve global İslami hisse senetlerinin özellikle ekonomik kriz dönemlerinde konvansiyonel hisse senetlerinden daha iyi bir

¹²⁵ A.e., s. 4.

¹²⁶ World Bank Group, Islamic Finance A Catalyst for Shared Prosperity?, **Global Report on Islamic Finance**, 2016, s. 76, (çevrimiçi), <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/25738>, 17 Ağustos 2017.

¹²⁷ Yanpar, a.g.e., s.189.

¹²⁸ Akbar Safdari, Sermaye Piyasasında İslami Enstrümanlar, 2009, (çevrimiçi), <http://akbarsafdari.blogspot.com.tr/2009/02/sermaye-piyasasinda-islami-enstrumanlar.html>, 17 Ağustos 2017.

¹²⁹ World Bank Group, **Global Report on Islamic Finance**, s. 79.

¹³⁰ Dow Jones Islamic Market, (çevrimiçi), <https://us.spindices.com/index-family/shariah/dow-jones-islamic-market>, 17 Ağustos 2017.

performans gösterdiği ortaya konulmuştur.¹³¹ Ancak İslami sermaye piyasalarının son yıllardaki hızlı gelişimine rağmen, günümüzde hala İslami kurallara uygun olan hisse senetlerinin kote olduğu özel bir organize borsa bulunmamaktadır.¹³²

Risk paylaşımı esasına dayalı olan İslami hisse senedi piyasasının geliştirilmesi bankaların ve borçlanmaya dayalı finansmanın finans piyasasındaki baskınlığının azaltılarak riskin dağıtılmasını da sağlayacaktır.¹³³

(2) İslami yatırım fonları

Yatırım fonları, SerPK. madde 52’de “*tasarruf sahiplerinden fon katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre Kurulca belirlenen varlık ve haklardan oluşan portföy veya portföyleri işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından fon iç tüzüğü ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığı*” olarak tanımlanmaktadır. İslami yatırım fonları da aslında klasik yatırım fonları ile aynı işleve sahiptirler. Ancak, İslami fonlar İslami kurallara uygun ürünlere yatırım yaparak İslami kurallara göre yönetilirler ve bu fonların kendi yönetimleri ile hukuki düzenleri de İslami kurallara uygun olmalıdır.

İlk İslami yatırım fonu 1993 yılında Malezya’da Arab-Malaysia Unit Trust Berhad Malaysia tarafından kurulmuştur.¹³⁴ Nüfusunun çoğunluğu Müslüman olmayan batılı ülkelerde ise ilk İslami fon Birleşik Krallık’ ta kurulmuştur.¹³⁵

Fonların yönetimi hem ticari bankalar hem de yatırım bankaları tarafından yürütülebilmekle birlikte, İslami finansın varlığa dayalı olma özelliğinden dolayı, genellikle uzun dönemli yatırım amaçlarıyla yatırım bankaları yönetime daha çok dahil olmaktadır.¹³⁶

İslami finansın tarihi görece kısa olmasına rağmen İslami yatırım fonları 2000 yılından itibaren çarpıcı bir gelişme göstermiştir.¹³⁷ İslami yatırım fonları genellikle Suudi Arabistan,

¹³¹ Syed Aun R. Rizvi, Nafis Alam, *Islamic Capital Market Research: Past Trends and Future Considerations*, **Islamic Capital Markets Volatility, Performance and Stability**, Ed. by., Nafis Alam, Syed Aun R. Rizvi, Malaysia, Palgrave Macmillan, 2016, s. 4.

¹³² **World Bank Group, Global Report on Islamic Finance**, s. 77.

¹³³ Iqbal, Mirakhor, **a.g.e.**, s. 121.

¹³⁴ Kabir Hassan, Micheal Mahlknecht, **Islamic Capital Markets**, United Kingdom, Wiley & Sons, 2011, s. 128.

¹³⁵ Safdari, **a.g.e.**, s.y.

¹³⁶ **A.e.**, s.y.

¹³⁷ Noripah Kamso, Tsu Mae Ng, **Investing in Islamic Funds A Practitioner’s Perspective**, Singapore, Wiley & Sons, 2013, s. 21.

BAE, Kuveyt, Katar, Pakistan, Malezya, Almanya, İrlanda, Birleşik Krallık, ABD ve İsviçre gibi ülkelerde faaliyet göstermektedir.¹³⁸

İslami fonların önemli bir kısmı, İslami hisse senetlerine yatırım yapmaktadır. Ancak İslami fonların yatırım enstrümanları sadece hisse senetleri ile de sınırlı olmayıp giderek çeşitlenmektedir. Gayrimenkul fonları, ticari mallara dayalı fonlar ve kiralamaya (icara) dayalı fonlar kurulmuştur.¹³⁹ İslami fonların yatırımları belirli varlıklara özgülenebileceği gibi hibrid yatırımlar yapmaları da mümkündür. Bu fonlar mudaraba, muşaraka, icara, selem ve istisna gibi İslami finans sözleşmelerine göre faaliyet göstermektedirler.¹⁴⁰ Bugün itibari ile İslami yatırım ürünleri çeşitlerine yatırım fonları, murabaha fonları, icara fonları, sukuk fonları, gayrimenkul yatırım fonları, hedge fonlar, emtia fonları, endeks fonları ve borsa yatırım fonları örnek gösterilebilir.¹⁴¹

(3) Sukuk

İslami sermaye piyasası ürünlerinden olan sukuk son yıllarda Dünya çapında ilgi gören önemli bir yatırım aracı olarak dikkatleri üzerine çekmektedir. 2016 yılında yıllık sukuk ihracı, 320 milyar Amerikan Doları'na ulaşmıştır. Bu ihraçların %79'u devlet kurumları ve kamu kurumları tarafından yapılmıştır.¹⁴²

Malezya, Endonezya ve Körfez Arap Ülkeleri İşbirliği Konseyi (KİK)¹⁴³ global sukuk ihracının %80 ile %90'ını elinde bulundurmaktadır. Şubat 2017 tarihi itibari ile küresel piyasanın %33'ü Dünya'nın en büyük sukuk ihraççısı olarak Malezya'ya aittir.¹⁴⁴ Moodys tarafından yapılan bir çalışmada, her ne kadar Malezya ve Körfez ülkelerinin yeni sukuk ihraçlarında da piyasayı domine etmesi bekleniyor olsa da, Türkiye ve Endonezya'nın uzun vadede kilit sukuk pazarı olma potansiyelleri olduğu belirtilmektedir.¹⁴⁵

¹³⁸ Ayub, **a.g.e.**, s. 201.

¹³⁹ Tok, **a.g.e.**, s. 5.

¹⁴⁰ Iqbal, Mirakhor, **a.g.e.**, s. 175.

¹⁴¹ Kamso, NG, **a.g.e.**, s. 22.

¹⁴² IFSB, **Islamic Financial Services Industry Stability Report 2017**, s. 3.

¹⁴³ Üye ülkeler: Bahreyn, BAE, Suudi Arabistan, Umman, Katar, Kuveyt. Bkz. **Körfez Arap Ülkeleri İşbirliği Konseyi**, (çevrimiçi), <http://www.mfa.gov.tr/korfez-arap-ulkeleri-isbirligi-konseyi.tr.mfa>, 19 Ağustos 2017.

¹⁴⁴ Ganeshwaran Kana, Global Sukuk Issuance is Expected to be Lower This Year, **The Jakarta Post**, 7 Mart 2017, (çevrimiçi), <https://www.pressreader.com/indonesia/the-jakarta-post/20170307/282050506857471>, 19 Ağustos 2017.

¹⁴⁵ Ghazanfar Naqvi, "Kuala Lumpur: supremacy under threat?", **Islamic Finance Goes Global**, Ed. by Gemma Varriale Emea, International Finance Law Review, Vol. 33, 2014 -2015, s. 41.

Bu büyüklükte bir ihraç hacmi olan ve Dünya’da pek çok ülkenin dikkatini çeken bu İslami menkul kıymetleştirme aracı daha yakından incelenmeyi hak etmektedir. Nitekim sukuk tezimizin de esas konusunu teşkil ettiğinden alttaki satırlarda detaylıca incelenecektir.

B. Sukuk ve Menkul Kıymetleştirme (“Securitization”) Kavramları ile Güncel İhraç Verileri

1. Tanım

Sukuk, Arapça’da sertifika anlamına gelen sak kelimesinin çoğuludur ve Orta Çağ Müslüman toplumları tarafından herhangi bir ticari faaliyetten doğan yükümlülükleri temsil eden kağıtlar anlamında kullanılmaktaydı.¹⁴⁶ Bugün modern finans uygulamalarında “Ortaçağ’daki anlamından farklı olarak İslami prensiplere uygun olarak menkul kıymetleştirilen sermaye piyasası aracı anlamında kullanılmaktadır.

AAOIFI sukuku şu şekilde tanımlamaktadır: “*Sukuk, ihraç edildikten sonra eşit değerleri temsil eden; ihraçtan elde edilen tutarların önceden planlanan şekilde yatırım yapıldığı; yapılan yatırım türüne göre duran varlıklar ve benzerleri üzerindeki haklar ve payların (intifa-kullanım hakkı dahil) temsil edildiği ya da bir projede ya da özel bir yatırım faaliyetinde ortaklık hakkı veren sertifikalardır.*”¹⁴⁷

AAOIFI tarafından verilen sukuk tanımına bakıldığında, yatırımcıların sahip oldukları sertifikalar karşılığında belli bir süre sonunda faize hak kazanmadığı, gerçekten var olan bir ticari faaliyet ya da yatırım neticesinde ortaya çıkan gelire söz konusu faaliyet, proje ya da yatırıma ortak olma sıfatı ile hak kazandıkları görülmektedir. Dolayısı ile sukukun dayandığı hak mülkiyet hakkıdır.

Menkul kıymetleştirme (*securitization*) belli bir havuzda toplanan malvarlıklarına dayanılarak menkul kıymet ihraç edilmesi işlemi olarak tanımlanmakta olup 1970’li yıllarda ABD’de ipoteğe dayalı alacakların (mortgage evlerinin) belli bir havuzda toplanması ile ortaya çıkmıştır.¹⁴⁸ Bu süreci takiben 1980 yılından itibaren gelir üreten başka malvarlıklarına dayanılarak da menkul kıymet çıkartılmaya başlanmış ve menkul kıymetleştirme pazarı gittikçe daha fazla büyümeye başlamıştır.

Menkul kıymetleştirme işlemi kısaca iki temel aşamadan oluşmaktadır.¹⁴⁹ İşlemin ilk aşamasında kredi alacakları gibi birtakım alacaklar havuzda toplanır ve bu havuzdaki

¹⁴⁶ Ayub, **a.g.e.**, s. 204

¹⁴⁷ Tok, **a.g.e.**, s. 14.

¹⁴⁸ Andreas Jobst, **What is Securitization?**, IMF’s Monetary and Capital Markets Department, 2008, (çevrimiçi), <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/09/pdf/basics.pdf>, 14 Ağustos 2017.

¹⁴⁹ **A.e.**, s.y.

malvarlığı genellikle bir finansal kurum olan ihraççıya satılır. İkinci aşamada ihraççı bu malvarlıklarına dayanarak tedavül edebilen ve genellikle faiz getirisi olan menkul kıymetler ihraç ederek yatırımcılara satmaktadır. Böylece havuza konan malvarlıkları satan kuruluşun bilançosundan çıkarılır ve bu malvarlıklarına dayanılarak ek bir fon sağlanmış olmaktadır. Dolayısı ile bilançoya dayalı olarak kredi vermekten daha güvenli bir alternatif olmakta, işletmelerin varlıklarını değiştirmeden işlem hacmini artırmaktadır.¹⁵⁰

SerPK madde 57 fıkra 4 uyarınca sadece SPK tarafından uygun görülen varlıklara dayanılarak menkul kıymet çıkartılabilmekte olup menkul kıymetleştirme işlemi sadece alacaklara değil, duran varlıklara dayalı olarak da yapılabilmektedir.¹⁵¹

Geçerli bir sukuk ihracından bahsedilebilmesi için menkul kıymetleştirme işlemi İslami finans kurallarına uygun olarak gerçekleştirilmelidir. Bunun için ihraca dayanak teşkil edecek varlığın somut bir varlığa dayanması, bir başka deyişle, İslami finans prensiplerine uygun olduğu kabul edilen varlıkların menkul kıymetleştirilmesi gerekmektedir.¹⁵²

Dolayısı ile hem menkul kıymetleştirmeye dayanak varlıkların hem de menkul kıymetleştirme işlemi neticesinde elde edilecek fonun kullanılacağı yatırım faaliyetinin İslami prensiplere uygun olması gerekmektedir.¹⁵³ Bu kriterlere ek olarak, sukuk sertifikalarının sahipleri olan yatırımcıların ihraca dayanak malvarlığı ve onların getirileri üzerinde mülkiyet hakkı olması gerekmektedir, bununla birlikte işlemin başında belli bir getiri belirlenebilmesi ise mümkün değildir.¹⁵⁴

Konvansiyonel Menkul Kıymetleştirme Ürünleri ile İslami Menkul Kıymetleştirme Ürünlerinin Karşılaştırılması		
	Konvansiyonel Menkul Kıymetleştirme Ürünleri	İslami Menkul Kıymetleştirme Ürünleri
Teminat türü	Sabit gelir (borca dayanan)	Sözleşme ve dayanak varlığa göre hibrid. Hemen hemen sabit gelir, risk

¹⁵⁰ Reha Poroy/ Ünal Tekinalp/ Ersin Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, 13. bs., İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2017, s. 107.

¹⁵¹ A.e., s. 107.

¹⁵² İlyas Gölcüklü, "III-61.1 Numaralı SPK Tebliği Açısından Kira Sertifikaları (Sukuk)", **BATİDER**, S. 4, Aralık 2016, s. 203 – 237.

¹⁵³ A.e., s. 203 – 237.

¹⁵⁴ Mohd Nazri Bin Chik, **Sukuk: Shariah Guidelines for Islamic Bonds**, (çevrimiçi), http://www.bankislam.com.my/en/Documents/cinfo/Sukuk_ShariahGuidelines.pdf, 21 Ağustos 2017.

		transferi veya her ikisi de olabilmektedir.
Mülkiyet Hakkı	Menkul kıymet sahibinin mülkiyet hakkı yoktur ancak malvarlığına karşılık bir menkul kıymetin sahibidir.	Menkul kıymetin sahibi dayanak varlıkta mülkiyet hakkına sahiptir.
Başvuru	Temerrüt ya da haciz gibi durumlarda menkul kıymet sahibinin malvarlığına başvurma hakkı yoktur.	Temerrüt ya da haciz gibi durumlarda menkul kıymet sahibi malvarlığına başvurabilir.
Malvarlığı Değeri ile Bağlantı	Dayanak varlığın piyasa değeri ile direkt bir bağlantısı yoktur. Değere kıyasen kredi oranı gibi değişkenler temsil olarak kullanılabilir.	En son ya da diğer ödemeler genellikle dayanak varlığın piyasa değeri ile bağlantılı olabilmektedir.
Temel Koruma	Ana para dayanak varlığın piyasa değerinden bağımsız olarak korunur.	Ana para dayanak varlığın piyasa değerine bağlıdır.
Riskin Geçişi	Risk transfer edilir.	Risk paylaşılır.

Zamir Iqbal, Abbas Mirakhor, **An Introduction to Islamic Finance**, 2. bs., Singapur, John Wiley & Sons (Asia), 2011¹⁵⁵

Tablo 1.4: Konvansiyonel Menkul Kıymetleştirme Ürünleri ile İslami Menkul Kıymetleştirme Ürünlerinin Karşılaştırılması

Konvansiyonel menkul kıymetleştirme ürünleri ile İslami prensiplere uygun menkul kıymetleştirme ürünlerine ilişkin Iqbal ve Mirakhor tarafından yapılan karşılaştırmaya bakıldığında, en önemli ayrımın mülkiyet hakkı bakımından olduğu görülmektedir. Konvansiyonel menkul kıymetleştirme ürünlerinde menkul kıymet sahibi olan yatırımcıların dayanak varlık üzerinde bir mülkiyet hakkı yokken; İslami menkul kıymetleştirme ürünlerinde menkul kıymet sahipleri dayanak varlıkta da mülkiyet hakkı sahibidir. Bu fark kendini menkul

¹⁵⁵ Iqbal, Mirakhor, **a.g.e.**, s. 127.

kıymete ilişkin ödemelerin yapılmasında temerrüde düşülmesi halinde kendini göstermektedir. Bu durumda konvansiyonel menkul kıymetleştirme ürünlerine yatırım yapan yatırımcıların dayanak varlığın mülkiyet hakkına sahip olmaması sebebi ile, bu malvarlığına başvuru hakkı yoktur. Halbuki, İslami menkul kıymetleştirme ürünlerine yatırım yapan yatırımcılar temerrüt durumunda dayanak malvarlığı üzerinde mülkiyet haklarına dayanarak bu malvarlığına başvurabilirler. Bir başka deyişle, dayanak varlıkları satarak satış bedelinden ödemeleri alabilmeleri mümkündür.

Yukarıdaki tabloya bakıldığında her iki menkul kıymetleştirme uygulamaları arasındaki bir diğer farkın ana para bakımından da ortaya çıktığı rahatlıkla görülmektedir. Şöyle ki, konvansiyonel menkul kıymetleştirmelerde yatırımcıların ana paraları, dayanak varlığın piyasa değerinden bağımsız olarak korunurken; İslami menkul kıymetleştirme ürünlerinde, yatırımcıların ana paraları dayanak varlığın piyasa değerine bağlıdır. Böylece konvansiyonel ürünlerin aksine İslami menkul kıymetleştirmelerde yatırımcılar dayanak varlığın değer kaybetme riskini paylaşmaktadır.

Sukuk çeşitlerine ilişkin yapılan ayrımlardan bir tanesi varlığa dayalı (*asset-backed*) ve varlık temelli (*asset-based*) oluşlarına ilişkindir.¹⁵⁶ Varlığa dayalı ihraçlarda dayanak varlıkların gerçekten satışı söz konusu iken, varlık temelli sukuk senetlerinde gerçek bir satış yoktur sadece yararlanma mülkiyetinin (*beneficial ownership*) sukuk sahiplerine devri söz konusu olmaktadır.¹⁵⁷ Sukuk ihracı ile fon elde edecek olan kaynak kuruluş hukuki olarak malvarlıklarının mülkiyetini gerçekten devretmediği için bu malvarlıkları kendi bilançosunda kalmaya da devam etmektedir. Varlığa dayalı sukuk ihraçlarında gerçek satış ve hukuki olarak mülkiyetin kaynak kuruluştan üçüncü bir kişiye devri söz konusudur. Böylece malvarlıkları kaynak kuruluşun bilançosundan da ayrılmış olmaktadır.¹⁵⁸

Sukuk işlemlerinde yatırımcıların dayanak varlık üzerinde mülkiyet hakkına sahip olmadıkları varlık temelli (*asset-based*) ihraçların AAOIFI'nin standartlarına uymadığı değerlendirilmesi yapılmaktadır.¹⁵⁹ Zira sukuk sahiplerinin payları oranında dayanak varlık üzerinde mülkiyet sahibi olması gerektiğinden, ihracın fonu kullanacak olan kaynak kuruluş

¹⁵⁶ Mehmet Murat Aktaş, Muşaraka Sukuk ve Türk Hukukunda Düzenlenişi, **Uyuşmazlık Mahkemesi Dergisi**, (çevrimiçi), <http://dergi.uyusmazlik.gov.tr/umd/sekizsayi/1mehmetmurataktas.pdf>, 23 Ağustos 2017.

¹⁵⁷ Sultan Emir Hidayat, "A Comparative Analysis between Asset Based and Asset Backed Sukuk: Which one is More Shariah Compliant?", **International SAMANM Journal of Accounting and Finance**, Vol. 1, S. 2, July 2013, s. 26.

¹⁵⁸ **A.e.**, s. 16.

¹⁵⁹ Semih Sırrı Özdemir, "Alternatif Yatırım İlkeleri ve Kira Sertifikası", **Banka Hukuku Dergisi**, C. XXIX, S. 2, s. 383.

tarafından malvarlığının gerçekten sukuk sahiplerine satışını içeren varlık destekli (*asset-backed*) olarak yapılandırılması gerektiği savunulmaktadır.¹⁶⁰

Varlık temelli ihraçlarda yatırımcıların malvarlığına hukuki anlamda sahip olması ve mülkiyetin geçmesi için gerekli olan işlemlerin yapılması söz konusu değildir. Sadece şeri'at prensiplerine uyum sağlanması için kaynak kuruluş tarafından ihraççı olarak hareket edecek olan üçüncü bir kişiye (genellikle bu işlem için özel olarak kurulan bir SPV'ye) bir satış yapılmaktadır. Bu tip ihraçlarda, yatırımcıların özellikle temerrüt gibi hallerde dayanak varlığı satma hakkı bulunmamaktadır. Dolayısı ile varlık temelli (*asset-based*) yapıdaki bir sukuk ihracında şeri'at kuralları bakımından sorunlu hususlar bulunduğu tartışılmaktadır.¹⁶¹

Klasik bir sukuk ihracında temel olarak aşağıda kısaca açıklanan dört ana unsur bulunmaktadır:¹⁶²

Kaynak kuruluş: Menkul kıymetleştirilen varlıkların sahibidir ve ihraçtan elde edilecek fonun kullanıcısıdır.

İhraca aracılık eden kuruluş: Yurt dışı uygulamalarında SPV olarak anılmaktadır. Sukuk ihracı işleminde SPV'nin rolü ve konumu, Anglo Sakson hukuku kavramlarından olan ve bir tür servet yönetim kurumu olarak ifade edilebilen *trustee* mekanizmasına dayanmaktadır.¹⁶³ Kısaca, trustee, menkul kıymetleştirme işlemlerinde, dayanak varlıkların uygun ve adaletli bir şekilde kullanılması ve nakit akımının yatırımcılara aktarılmasından sorumludur. Türk hukukundaki düzenlemelerde bu rolü üstelenen kurum varlık kiralama şirketi olarak adlandırılmıştır. Sukuk portföyünde toplanan malvarlığına dayanarak sukuk ihracını gerçekleştirmektedir ve aynı zamanda sukuk sahipleri adına bu malvarlığını yönetmektedir. Sukuk ihracının yukarıdaki paragraflarda açıklanan İslami kurallara uygun olabilmesi için kaynak kuruluşun hem finansal hem de hukuki açıdan bağımsız hareket ederek sukuk yatırımcılarının çıkarını korumaktadır.

Sukuk sahipleri: Bir malvarlığı portföyüne ya da tek bir malvarlığına dayanılarak ihraç edilen ve tahsisli ya da halka arz yolu ile satılan sukuk senetlerine yatırım yapan yatırımcılardır.

¹⁶⁰ A.e., s. 383.

¹⁶¹ Ahmed Abdirahman Herzi, **A Comparative Study of Asset Based and Asset Backed Sukuk From the Shariah Compliance Perspective**, (çevrimiçi), <http://ddms.usim.edu.my/bitstream/123456789/14445/1/JMFIR%20Vol.13%20No%201%202016-2-A%20Comparative%20Study%20of%20Asset%20Based%20and%20Asset%20Backed%20Sukuk%20from%20the%20Shariah%20Compliance%20Perspective.pdf>, 21 Ağustos 2017. Tartışma hakkında daha detaylı bilgi için bkz. Hidayat, **A Comparative Analysis between Asset Based and Asset Backed Sukuk: Which One is More Shariah Compliant**.

¹⁶² Khalid Ibrahim Talahma, "Islamic Bonds (Sukuk): Opportunities and Challenges", **Int'l Bus. & Trade L.** **391**, 15 Asper Rev., 2015, s. 403.

¹⁶³ Yanpar, **a.g.e.**, s. 209.

Bireyler, devlet hazineleri, finansal kurumlar ya da yerel veya uluslararası bankalar sukuk yatırımcısı olabilmektedirler.

Sukuk portföyü: Kaynak kuruluş lehine nakit elde edilebilmesi ve fon sağlanabilmesi amacı ile oluşturulan bir malvarlığı havuzudur. Sukuk portföyüne konulacak olan malvarlıklarının da şeri'at kurallarına uygun olması gerekmektedir. Söz konusu malvarlığından elde edilecek olan gelirler vadesi geldiğinde sukuk sahiplerine yapılacak ödemeler için ayrı bir hesapta toplanmaktadır.

Aracı kurumlar ve şeri'at kurulları ise sukuk ihracında yer alan yardımcı kurumlardır. Aracı kurumlar ihraç işlemine ilişkin süreci yönetir ve ihraca aracılık ederken, şeri'at kurulları ihracın her aşamasının İslami kurallara uygun olduğunu kontrol etmektedir.¹⁶⁴

Yukarıda sukukun tanımına ilişkin açıklamalarda da belirtildiği üzere İslami prensiplere uygun olarak yapılandırılması gereken menkul kıymetleştirme işlemi olan sukuk "İslami tahvil" olarak da anılmaktadır.¹⁶⁵ Ancak dayandığı varlıkta tasarruf hakkı sağlayan sukuk bir borçlanma aracı olan tahvilden önemli farklılıklar barındırmaktadır. Sukukun unsurlarının daha iyi anlaşılabilmesi için aşağıdaki paragraflarda hisse senetlerinden ve tahvilden farklılaşan noktaları irdelenmektedir.

2. Sukukun Tahvil ve Hisse Senetlerinden Farkları

Sukukun özelliklerinin ve unsurlarının net olarak ortaya konulabilmesi için konvansiyonel sermaye piyasası araçlarından temel farklılıklarının incelenmesi gerekmektedir. Özellikle tahvil ve hisse senetleri ile karşılaştırma yapılması İslami tahvil olarak bilinen bu yatırım aracının karakteristik noktalarının anlaşılmasını sağlamaktadır.

Her ne kadar uygulamada ve doktrinde sukuk İslami tahvil olarak anılsa da aslında her iki finansman aracı birbirinden önemli farklılıklar içermektedir. Bu farklılıklar şu şekildedir:

Yürürlükte olan mevzuatımızda tahvilin açık bir tanımı bulunmamaktadır. Ancak 6762 sayılı TTK madde 420'de anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleri olarak tanımlanmaktaydı. Söz konusu tanımda da açıkça belirtildiği üzere tahviller bir borçlanma senedidir.¹⁶⁶ Dolayısı ile, sukuk bir varlığa dayanmakta iken tahvilde ihraççının yatırımcılardan borç alması söz konusudur ve bu borcun karşılığında yatırımcıların elde edeceği ana para ve faiz kazancı önceden bellidir.

¹⁶⁴ A.e., s. 404.

¹⁶⁵ Tok, a.g.e., s. 13.

¹⁶⁶ Burak Adıgüzel, **Sermaye Piyasası Hukuku**, Ankara, Adalet Yayınevi, 2017, s. 152.

Tahvilin aksine sukukta riskin paylaşımı söz konusu olduğundan herhangi bir gelir garantisi bulunmamaktadır.¹⁶⁷ Zarar meydana gelmesi durumunda sukuk yatırımcısı gelir elde edemeyebilecektir. Dolayısı ile tahvilde yatırımcı, ihraççının elde ettiği fonu ne şekilde kullandığı ve sonunda kar elde edip etmediği ile ilgilenmezken, sukukta risk ve gelir dayanak varlığın piyasa değeri ve performansına bağlıdır. Zira, sukuk dayanak varlıkta oransal mülkiyeti temsil etmektedir.

Tahvil yatırımcıları için ihraççının tahvil gelirleriyle elde ettiği fonu ne şekilde kullandığının bir önemi bulunmazken sukuk gelirlerinin şeri'at kurallarına aykırı bir şekilde kullanılmıyor olması gerekmektedir.¹⁶⁸ Örneğin, bu gelirlerle alkol üretim tesisi kurulamayacaktır.

Sukukta kurulacak sözleşme ilişkisi satıcı-alıcı arasında kurulmakta iken tahvilde borç alan ve borç veren ilişkisi mevcuttur. Tahvil ihraçlarında ihraççının ödemede temerrüde düşmesi durumunda yatırımcıların ödenmeyen miktar için sadece ihraççıya gitme imkanları varken, sukuk yatırımcıları dayanak varlığın mülkiyetine sahip olduklarından dayanak varlığın kendisini satabilmektedirler. Bu durumda ihraççının iflas etmesi halinde alacağın tahsil edilememesi riski ortadan kalkmaktadır.¹⁶⁹

Yukarıda açıklanmış olan sukuk ve tahvil arasındaki farklar daha net ortaya konulabilmesi bakımından aşağıdaki tabloda da ayrıca listelenmektedir.

Tahvil ve Sukuk Farkları	
Tahvil	Sukuk
Faiz getirisi vardır.	Faiz getirisi yoktur.
Gelir borçlanma aracından elde edilir.	Gelir dayanak varlıktan elde edilir.
Tahvil müzakereye açıktır.	Bazı sukuk türlerinin müzakere edilebilmesi kısıtlanmıştır.

¹⁶⁷ Erdal Yılmaz, Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Ocak 2014, s. 83, (çevrimiçi), <http://journal.mufad.org/attachments/article/727/6.pdf>, 24 Mart 2018.

¹⁶⁸ Gölcüklü, **a.g.e**, s. 4.

¹⁶⁹ Tahmoures A. Afshar, "Compare and Contrast Sukuk (Islamic bonds with Conventional Bonds)", **The Journal of Global Business Management**, Vol. 9, S. 1, February 2013, s. 48.

Tahvil sahibi borç verendir.	Sukuk sahibi dayanak varlıkta oransal pay sahibidir.
Tahvilde borç veren borç alan ilişkisi vardır.	Sukukta satıcı alıcı ilişkisi vardır.
İhraççı ana para ve periyodik faiz ödemesini garanti eder.	Ticari olarak risk- kazanç ilişkisi mevcuttur.
Risk aslında kredi alan konumunda olan ihraççının üzerindedir.	Risk dayanak varlık ile ilişkilidir.
Faiz ödemesi bir yükümlülüktür.	Dayanak varlığın gelir getirmesi beklenir.
İhraççı yatırımcılara ana parayı ödemekle yükümlüdür.	Yatırımcıların gelir garantisi yoktur.

Tahmoures A. Afshar, "Compare and Contrast Sukuk (Islamic bonds with Conventional Bonds", **The Journal of Global Business Management**, Vol. 9, S. 1, February 2013¹⁷⁰

Tablo 1.5: Tahvil ve Sukuk Farkları

Yukarıda belirtilen temel noktalarda tahvilden farklı bir yatırım aracı olan sukuk, özellikle belli bir gelir garantisi bulundurmaması sebebi ile hisse senetlerine benzetilmektedir. Ancak sukukta sadece dayanak varlık üzerinde oransal bir pay sahipliği söz konusu iken hisse senetlerinde hisse senedi sahibi şirkette süre ile sınırlandırılmaksızın ortak konumundadır. Bir başka deyişle ile sukuk sahiplerinin ne ihraççı şirkette ne de kaynak kuruluşta herhangi bir ortaklığı bulunmamakta dolayısı ile bu şirketlerde oy kullanma, yönetime katılma ve kar payı gibi şirket ortaklarının sahip oldukları haklara sahip değildirler.¹⁷¹

Sukuk ve hisse senedi arasındaki farklılıklar ve benzerlikler aşağıdaki tabloda belirtilmektedir.

Sukuk Hisse Senedi Farkları		
	Sukuk	Hisse Senedi
İhraç Konusu	Borçlanma araçlarından farklı olarak belirli bir varlık	Şirketin hissesinde sahiplik hakkı söz konusudur.

¹⁷⁰ A.e., s. 48.

¹⁷¹ Yılmaz, a.g.e., s. 83.

	üzerinde oransal pay sahipliği söz konusudur.	
Varlığa Dayalı Olma Durumu	En az belirlenen oran nispetinde maddi varlık olmalıdır.	Gerekli değildir.
Teminat	Dayandığı varlıklar ya da proje üzerindeki sahiplik hakkı ile teminat sağlamaya ek olarak teminat artırımını ile de teminat sağlar.	Teminat içermezler.
Anapara ve Gelir	İhraççı tarafından garanti edilmemiştir.	Şirket tarafından garanti edilmemiştir.
Amaç	Sadece İslam hukukuna uygun amaçlar için ihraç edilebilir.	Çıkarıldıkları ülkenin hukuk kuralları çerçevesinde her türlü amaca uygun olarak ihraç edilebilirler.
Senetlerin Satılması	Belirlenmiş varlık ya da proje üzerindeki sermaye payının satışı söz konusudur.	Şirket hisselerinin satışı söz konusudur.
Senet Hamillerinin Sorumlulukları	İhraca konu sermaye piyasası araçlarına katılım oranında ve dayalı olduğu varlık ya da hak temelinde belirli bir sorumluluk söz konusudur.	Yatırım yapılan ihraççı şirket payları kadar, şirketin faaliyetlerinden Şirket ortağı olarak belli şekillerde sorumluluk gündeme gelebilmektedir.

Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi, (çevrimiçi), <http://journal.mufad.org/attachments/article/727/6.pdf>, 24 Mart 2018¹⁷²

Tablo 1.6: Sukuk ve Hisse Senedi Farkları

¹⁷² Yılmaz, a.g.e., s. 83.

Yukarıdaki tabloda hisse senetleri ile sukuk arasındaki temel farklara ilişkin yapılan ayrımlar dikkate alındığında, sukukta şirket hisselerine dayanan herhangi bir ortaklık hakkı söz konusu olmadığı, sadece belirlenmiş varlık ya da proje üzerinde oransal pay sahipliği bulunduğu görülmektedir. Ek olarak, sukuk uygulamasında çıkarılan menkul kıymete dayanak teşkil eden bir malvarlığı bulunması gerekmekte iken, hisse senetlerinde böyle bir zorunluluk da bulunmamaktadır. Son olarak, şirket faaliyetleri ilgili ülkenin hukuk kurallarına uygun olması şartıyla hisse senedi ihracında herhangi bir sınırlama bulunmazken, sukuk senetleri sadece İslami kurallara uygun amaç, faaliyet ve projeler için ihraç edilebilmektedir.

Yukarıda sayılan farkların yanı sıra, her iki sermaye piyasası aracında da ana para garantisi söz konusu değildir. Zira, ihraççı şirketin zarar etmesi durumunda hisse senedi sahiplerine kar payı ödemesi yapılamaması veya şirket hisse senetlerinin değer kaybetmesi riski söz konusudur. Benzer şekilde sukukta da çıkarılan menkul kıymetin değeri, dayanak varlıkların piyasa değerlerine bağlı olduğundan, sukuk yatırımcıları dayanak varlığın değer kaybetmesi riskini almaktadır.

3. Sukukun Tarihsel Gelişimi ve Güncel İhraç Verileri

Her ne kadar İslami finansın tarihi İslamiyet'in doğuşu ve ilk Müslümanların ticari faaliyetleri ile ilişkilendiriliyor olsa da, sukuk görece yeni bir sermaye piyasası aracı olarak karşımıza çıkmaktadır.

İslamiyet'in ilk zamanlarında sukuk Müslümanlar tarafından ticari faaliyetlerinden doğan borçlarını temsil eden belgeler olarak kullanılmışlar.¹⁷³ Bu belgeler üzerinde "Allah" yazılı olduğundan Ortadoğu camilerinde ve sinagoglarında saklanmışlardır, aynı zamanda tacirler de bu belgelere zarar verilmemesi için hassas davranmışlardır.¹⁷⁴ Bu sayede bulunan belgelere bakıldığında günümüz çeklerine benzer şekilde ödenecek miktar, tarih ve keşidecinin ismi gibi bilgileri içerdiği görülmektedir.¹⁷⁵ Ortaçağ boyunca sak olarak adlandırılan bu dokümanlar tehlikeli bölgelerde para taşımamak için mallar karşılığında yapılacak ödeme sözü olarak teslim edilmişlerdir. Böylece sukuk senetleri dünyada birçok bölgeye iletilmişlerdir.¹⁷⁶

¹⁷³ A. Saeed, O. Salah, "Development of Sukuk: Pragmatic and Idealist Approaches to Sukuk Structures", **J.I.B.L.R.**, S. 1, 2014, s. 45.

¹⁷⁴ **A.e.**, s. 45.

¹⁷⁵ **A.e.**, s. 46.

¹⁷⁶ **A.e.**, s. 46.

Modern anlamda bir sermaye piyasası aracı olarak karşımıza çıkan ilk sukuk ihracı 1983 yılında Malezya’da gerçekleştirilmiştir.¹⁷⁷ Ülkede, 1983 ve 1999 yılları arasında elektrik, tarım ve maden gibi sektörlerde yaşanan özelleştirme süreci sukukun gelişimini hızlandırmıştır. Zira, devletin birçok projedeki pay sahipliğini çekmesi ile birlikte özel sektöre de uygun olan bir finansman aracı olarak öne çıkmıştır.¹⁷⁸

Sukuk modern anlamda ilk defa İslami Fıkıh Akademisi Konseyi tarafından 1988 yılında Konsey’in Cidde’deki dördüncü oturumunda “girişim *sermayesi hisselerinde birlikte ortakları olan pay sahibi adına tescil edilmiş, sermayede pay sahipliğinin kanıtı olan ve eşit değerleri temsil eden yatırım araçları*” olarak tanımlanmıştır. Yapılan tanımda daha çok mudaraba sukuktan yola çıkılmıştır.¹⁷⁹

Söz konusu ilk sukuk tanımı yapıldıktan yaklaşık iki yıl sonra 1990 yılında, Shell MDS tarafından ve akabinde enerji istasyonu inşası için 350 milyon Amerikan Doları değerinde 1995 yılında Malezya’da sukuk ihraç edilmiştir. Yapılan bu sukuk ihraçları ile Malezya sukuk piyasasında hem öncü hem de lider bir rol oynamıştır.¹⁸⁰

Bu ihraçlardan sonra 2000’li yılların başına kadar herhangi bir ihraç yapılmamış, ancak 2000 yılında Malezya hükümeti tarafından 500 milyon Amerikan Doları değerinde bir ihraç gerçekleştirilmiştir.¹⁸¹ Aynı yıl Bahreyn’de ilk defa ihraç edilen sukuk ikincil piyasada işlem görmüştür.¹⁸²

2000 yılı ve takip eden yıllarda sukuk ihraçlarındaki artış şeri’at ile alakalı birçok hususta standartlaşmayı gerektirdiğinden, AAOIFI Mayıs 2003 tarihinde, 1 Ocak 2004 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere 17 numaralı Standart’ını yayımlamıştır.¹⁸³

Bu gelişmeleri takiben, özellikle 2003 yılı sonrasında sukuk pazarı hızlı bir şekilde büyümeye başlamış ve 2009 yılı itibari ile Endonezya ve Singapur da bu piyasaya giriş yapmışlardır.¹⁸⁴ Bu süreçte sukuk Müslümanların çoğunlukta olduğu ülkeler dışında da

¹⁷⁷ Mahmut Yardımcıoğlu, Yücel Ayriçay, Sedat Coşkun, İslami Finans Çerçevesinde Menkul Kıymetleştirilmiş Varlık; Sukuk Dünya ve Türkiye Piyasası İncelemesi, **Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, C. 4, S. 1, s. 165.

¹⁷⁸ Talahma, **a.g.e.**, s. 401.

¹⁷⁹ Saeed, Salah, **a.g.e.**, s. 46.

¹⁸⁰ Talahma, **a.g.e.**, s. 401.

¹⁸¹ Hasan Ali Kulak, **Sermaye Piyasası Aracı Olarak Kira Sertifikası**, Yüksek Lisans Tezi, 2014, s. 43. Yılmaz, **a.g.e.**, s. 84.

¹⁸² Tok, **a.g.e.**, s. 15.

¹⁸³ Saeed, Salah, **a.g.e.**, s. 46.

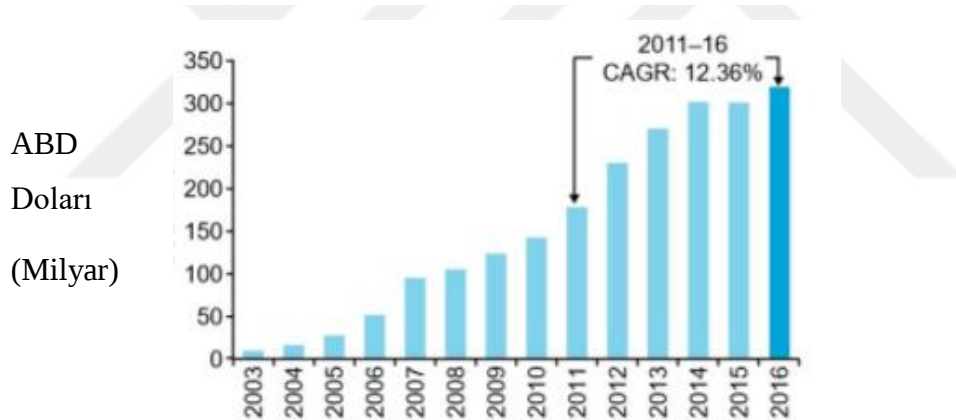
¹⁸⁴ Yılmaz, **a.g.e.**, s. 85.

popülerleşen ve önem verilen bir sermaye piyasası aracı haline gelmiştir. Örneğin, 20 Temmuz 2006 tarihinde Londra Borsası'nda (*London Stock Exchange*) ilk sukuk kotasyonu gerçekleşmiştir.¹⁸⁵

Bugüne kadar Londra Borsası'nda 65 ihraç ile 48 milyar Amerikan Doları'nın üzerinde bir rakam toplanmıştır.¹⁸⁶ Benzer şekilde dünya çapında önemli finans kuruluşlarının da İslami finansa ilgisinin giderek artması sukukun uluslararası piyasalardaki popülerliğini arttırmıştır.¹⁸⁷

Birleşik Krallık dışında İrlanda, Lüksemburg da İslami finans ve sukuk uygulamalarında önemli merkezler haline gelmeye başlamıştır. Bu ülkeleri takiben Almanya, İtalya, İspanya ve bir dereceye kadar Fransa da ulusal yasal mevzuatını bu uygulamalara yol açmak için değiştirmeye başlamıştır.¹⁸⁸

2001 yılından itibaren sukuk ihraçları rakamsal olarak global ekonomik kriz dönemleri dışında önemli artışlar göstermiştir.¹⁸⁹ Nitekim, özellikle 2001 ve 2007 yılları arasında önemli bir büyüme kaydetmesine rağmen 2008 yılında ekonomik kriz sebebi ile sukuk ihraçlarında 2007 yılına kıyasla %50'nin üzerinde bir düşüş yaşanmıştır.¹⁹⁰ IFSB tarafından hazırlanan ve aşağıda alıntılanan grafik global sukuk ihraçlarındaki artışı yıllara göre ortaya koymaktadır.



¹⁸⁵ Söyler, a.g.e, s. 21.

¹⁸⁶ Islamic Finance, **London Stock Exchange**, (Çevrimiçi), <https://www.lseg.com/sukuk>, 30 Ağustos 2017.

¹⁸⁷ Özdemir, a.g.e., s. 361.

¹⁸⁸ Deloitte, **Corporate Sukuk in Europe Alternative Financing for Investment Projects**, s. 5.

¹⁸⁹ IFSB, **Islamic Financial Services Industry Stability Report 2017**, s. 16.

¹⁹⁰ Tahmouresi, a.g.e. s. 46.

Grafik 1.1: Yıllara Göre Sukuk İhracı

2016 yılında 17 ülkede sukuk ihraç edilmiş ve yıllık sukuk ihracı 75 milyar Amerikan Doları'na ulaşmıştır. Bu ihraçların %79'u devletler ve uluslararası organizasyonlar tarafından gerçekleştirilirken sadece %21'i özel sektöre aittir.¹⁹² Devlet hazineleri tarafından yapılan ihraçlarda Malezya ve Endonezya'nın birinci ve ikinci olarak başı çeken ülkeler oldukları görülmektedir.

2016 yılında gerçekleştirilen sukuk ihraçlarının %42,87 devlet, %30,96 finansal hizmetler, %9,85 ulaşım, %4,48 enerji ve yan gereksinimler, %4,10 gayrimenkul, %2,36 telekom sektörüne aittir. %5, 38'lik kalan kısmı ise diğer sektörler tarafından gerçekleştirilmiştir.¹⁹³

Yine aynı şekilde 2016 yılı itibari ile ödenmesi tamamlanmamış olan hem devlet hem özel sektör tarafından ihraç edilen sukukun %46,4'ü Malezya'ya aittir. Bu veri dahi modern sukuk uygulamalarının ortaya çıkışından beri Malezya'nın piyasadaki payının büyüklüğünü göstermektedir. %17,4 ile Suudi Arabistan, %10,4 ile BAE, %7,8 ile Endonezya ve %5,9 ile Katar Malezya'yı takip etmektedir. Türkiye ise bu ülkeleri takiben %3,9 ile altıncı sırada yer almaktadır.¹⁹⁴

Sukuk piyasasındaki global hızlı büyümenin sebeplerinden bazılarına; portföy çeşitliliği sağlanarak yatırım riskinin farklı araçlara dağıtılması, global finansal krizin etkilerinin azaltılması, devletlerin sukuk ihraçlarında çeşitli vergi avantajları sağlaması, devlet hazinelerinin sukuk ihraç etmeye başlamaları, Müslüman yatırımcıların sayısının artması, İslam ülkelerinde artan yatırım ve inşaat projelerinin sukuk ile finanse edilmeye başlanması ve yine bu ülkelerde devlet fonları ile emeklilik fonlarındaki artış örnek olarak gösterilmektedir.¹⁹⁵

II. En Yaygın Uygulanan Sukuk Çeşitleri

Hem uluslararası doktrinde hem de ülkemizde yapılan çalışmalarda sukuk türleri büyük çoğunlukla; kullanım alanlarına göre sukuk türleri ve dayandığı finansman modeline göre sukuk türleri olmak üzere iki ana başlık altında sınıflandırılmaktadır. Biz de bu çalışmamızda

¹⁹¹ IFSB, *Islamic Financial Services Industry Stability Report 2017*, s. 16.

¹⁹² IFSB, *Another Year of Slowdown in Global Islamic Finance*.

¹⁹³ IFSB, *Islamic Financial Services Industry Stability Report 2017*, s. 20.

¹⁹⁴ A.e., s. 86.

¹⁹⁵ Bafra, a.g.e., s. 38.

ağırlıklı olarak kullanılan sınıflandırma yöntemini dikkate alarak, günümüzde en yaygın uygulanan sukuk çeşitlerini açıklamaya çalışacağız.

A. Kullanım Alanına Göre

Kullanım alanlarına göre sukuk türleri; projeye endeksli sukuk, varlığa endeksli sukuk ve bilançoya endeksli sukuk olarak üç kategoriye ayrılmaktadır.

1. Proje Endeksli Sukuk

Proje endeksli sukuk, proje finansmanı sağlanması amacı ile ihraç edilmektedir. Projeye yönelik olarak özel amaçlı şirket (SPV) kurulmakta ve bu SPV sukuk ihracını gerçekleştirmektedir.¹⁹⁶ Proje endeksli sukukta gerçek bir proje sukuk ihracının temeli olarak kullanılmaktadır. Sukuk sahipleri de bu projenin karlılığına göre kazanç elde etmektedirler. Dolayısı ile bu tür sukuk uygulamasında, sukuk senetleri, ödeme yükümlüsü olan ihraççının değil, projenin içerdiği risklere göre derecelendirilmektedirler.

Bu sukuk tipine örnek olarak Endonzeya'da 2014 yılında çift yönlü tren yollarının ve hac pansiyonlarının yenilenmesi projelerine endeksli olarak, yaklaşık 128,74 milyon Amerikan Doları değerindeki sukuk ihracı örnek olarak verilebilir.¹⁹⁷

2. Varlığa Endeksli Sukuk

Varlığa endeksli sukuk ihraçlarında, varlıkların kazanç hakkı yatırımcılara satılmakta ve bu şekilde kaynak kuruluşu fon sağlanmaktadır.¹⁹⁸ Dolayısı ile yatırımcıların gelirleri dayanak varlıkların performansı ile doğru orantılıdır. Bu tip sukuk senetlerinin derecelendirmesi dayanak varlıklar esas alınarak yapılmaktadır.¹⁹⁹

Bu sukuk uygulamasına, 2014 yılında Birleşik Krallık hükümeti tarafından, devlet malvarlıklarına ve bu malvarlıklarından elde edilen kira gelirlerine dayanılarak 200 milyon GBP tutarında yapılan ihraç örnek olarak gösterilebilir.²⁰⁰

¹⁹⁶ Tok, **a.g.e.**, s. 17.

¹⁹⁷ Govt issues Rp 1.57t project-based sukuk, 2014, (çevrimiçi), http://www.aseanaffairs.com/indonesia_news/finance/govt_issues_rp_1_57_project_based_sukuk, 4 Eylül 2017.

¹⁹⁸ Tok, **a.g.e.**, s. 17.

¹⁹⁹ Yesuf, **a.g.e.**, s. 425.

²⁰⁰ **Government issues first Islamic bond**, 2014, (çevrimiçi), <https://www.gov.uk/government/news/government-issues-first-islamic-bond>, 4 Eylül 2017.

3. Bilanço Endeksli Sukuk

Bilanço endeksli sukukta, bir banka ya da ticari işletmenin bilançolarındaki öz varlıklar esas alınmaktadır.²⁰¹ Bu sukuk tipinde genellikle birden fazla projeye fon sağlanması amaçlanmaktadır.²⁰² Sermaye piyasalarından sukuk ihracı yolu ile fon toplamak isteyen şirketler, bilançolarındaki özvarlıkların değerinde ve bu varlıklar teminat gösterilerek sukuk ihraç etmektedirler.²⁰³

2003 yılında İslami Kalkınma Bankası, üye ülkelerdeki bazı projelerin finansmanı için bu sukuk türünü kullanarak 400 milyon Amerikan Doları değerinde ihraç gerçekleştirmiştir.²⁰⁴

B. Dayandığı Finansman Modeline Göre

AAOIFI tarafından onaylanmış olan 14 sukuk çeşidi bulunmaktadır.²⁰⁵ Bu çeşitler dayandıkları İslami finansman modellerine göre isimlendirilmektedir. En yaygın olarak kullanılanları; icara sukuk (sukuk al-ijara), mudaraba sukuk (sukuk al-mudaraba), muşaraka sukuk (sukuk al-musharaka), murabaha sukuk (sukuk al-murabaha), istisna sukuk (sukuk al-istisna), salam sukuk (sukuk al-salam), wakala sukuk, ve melez (karma) sukuk uygulamaları aşağıda detaylıca incelenmektedir.

1. Kira Sözleşmesine Dayalı Sukuk: İcara Sukuk

İcara, İslami kurallara göre uygun olan belli bir malın, bilinen kullanım veya yararlanma hakkının, belli bir süre için, kararlaştırılan ödeme miktarı karşılığında kiraya verildiği bir İslami finansman işlemidir.²⁰⁶ Anılan tanıma bakıldığında icara sözleşmesinin hem kendisinin hem de kiraya konu malvarlığının şeri'at prensiplerine uygun olması gerektiği görülmektedir. Dolayısı ile, İslami açıdan haram sayılan bir malın, örneğin kumarhanenin ya da haram faaliyetler neticesinde elde edilen bir malın, kira sözleşmesinin konusunu teşkil edebilmesi mümkün değildir.

İslamiyet'in ilk yıllarından itibaren kullanılan bir finansman metodu olan icara işleminde müşterinin ihtiyacı olan mal satın alınarak, yine müşteriye kararlaştırılan kira bedeli karşılığında

²⁰¹ Söyler, a.g.e., s. 29.

²⁰² Yılmaz, a.g.e., s. 88.

²⁰³ Seyran Özcan, **Finansman Aracı Olarak Sukuk ve Muhasebe Sistematiği**, Yüksek Lisans Tezi, 2015, s. 40-41.

²⁰⁴ Shariq Nisar, **ISLAMIC BONDS (SUKUK): ITS INTRODUCTION AND APPLICATION**, 2010, (çevrimiçi), <https://ifresource.com/2010/04/27/how-sukuk-works-introduction-structuring-and-application-of-sukuk-bonds/>, 4 Eylül 2017.

²⁰⁵ Andreas Jobst, Peter Kunzel, Paul Mills, and Amadou Sy, "Islamic Bond Issuance—What Sovereign Debt Managers Need to Know", **IMF Policy Discussion Paper**, PDP/08/3, 2008, s. 11.

²⁰⁶ Ayub, a.g.e., s. 280.

belli bir süre için kiralanmaktadır. Kira süresi boyunca müşteri düzenli kira bedellerini ödemekle yükümlüdür ve malın mülkiyeti de kiraya verende kalmaktadır.²⁰⁷ Bu yönü ile icara sözleşmeleri konvansiyonel sistemde finansal kiralama (leasing) işlemi ile benzerlik göstermektedir. Ancak her iki işlem, icara sözleşmelerinde dayanak varlığın ve her bir işlem adımının İslami esaslara uygun olması gerekliliği dışında başka noktalarda da farklılaşmaktadır.²⁰⁸

İlk olarak, icara sözleşmelerinde malın kullanım süresi müşteriye teslimle birlikte başlamaktayken, finansal kiralama işleminde sözleşmenin imzalanması ile kira süresi başlar. İkinci olarak, kira süresi devam ederken malın zarar görmesi durumunda kiracı malın bedelinin tamamını ödemek zorunda değildir.

Nitekim, Türk hukuku düzenlemelerinde²⁰⁹ kira sertifikaları SerPK'ya ve ilgili düzenlemelerine tabi iken, finansal kiralama işlemleri 6361 sayılı Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanunu²¹⁰ ile düzenlenmektedir. Bu kapsamda sat ve geri kirala (*sale and leaseback*) olarak bilinen finansal kiralama işleminde, satışı yapılan malvarlığı finansal kiralama işlemine konu edildiğinde; kiralayan tarafından yapılması gereken dönemsel ödemeler, işleme konu gayrimenkulün ana para tutarına eklenen ve finansal kiralama şirketinin kazancı olan faiz tutarını da içermektedir.²¹¹ Ayrıca, ilgili düzenlemeler uyarınca, finansal kiralama sözleşmelerinde sigorta primlerinin kiracı tarafından ödeneceği hüküm altına alınmıştır.

Geçen son üç ila beş sene içerisinde yeni sukuk yapıları ve modelleri de popülerlik kazanmaya başlamış olsa da, modern sukuk uygulamalarının en başından beri icara sukuk en çok kullanılan sukuk türü olmuştur.²¹² İcara sukuk senetleri, ikinci el piyasalarda işlem görebilmektedir.²¹³

²⁰⁷ Muhammad Akram Khan, **Islamic Economics and Finance: A Glossary**, 2nd Edition, London, Routledge, 2003, s. 84.

²⁰⁸ Bafra, **a.g.e.**, s. 117.

²⁰⁹ Türk hukukunda finansal kiralama işlemleri 13 Aralık 2012 tarih ve 28496 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 6361 sayılı Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanunu ve ilgili mevzuat altında düzenlenmektedir.

²¹⁰ 13 Aralık 2012 tarih ve 28496 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanunu, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2012/12/20121213-1.htm>, 3 Aralık 2017.

²¹¹ Erkan Aydın, Kadir Ayyıldırım, "Kira Sertifikalarının ve Varlık Kiralama Şirketlerinin Gelir Vergisi ve Kurumlar Vergisi Bakımın Değerlendirilmesi", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, S. 46, Temmuz-Aralık 2015, s. 50.

²¹² Neale Downes, "Sukuk: A Capital Idea", **Emirates Law Business & Practice**, Volume 5, January 2017, s. 22.

²¹³ Ayub, **a.g.e.**, s. 408.

İcara sukukta, sukuk sahipleri dayanak varlıkta mülkiyet hakkının sahibi olarak kira gelirlerinin de hak sahibidir. Dolayısı ile yatırımcılarına düzenli bir kira gelirine hak kazandırdığı için diğer sukuk türlerine kıyasla daha avantajlı olduğu değerlendirilmesi yapılmaktadır.²¹⁴

İcara işlemine dayalı sukuk ihracında işlem adımları şu şekildedir:²¹⁵

1. Kaynak kuruluş, sukuk ihracı için ya kendisi bir SPV kurar ya da bu iş için özel olarak faaliyet gösteren bir SPV ile anlaşır.
2. SPV sukuk ihracını gerçekleştirir.
3. Yatırımcılar aldıkları sukuk karşılığında SPV'ye ödeme yapar.
4. SPV, sukuk ihracından elde ettiği fon ile kaynak kuruluştan kiraya konu varlığı satın alır.
5. Kaynak kuruluş ödeme karşılığında malın mülkiyetini SPV'ye devreder.
6. SPV, mülkiyetini devraldığı malı belirlenen kira ödemeleri karşılığında kaynak kuruluşa kiralar.
7. Kaynak kuruluş, SPV'ye düzenli olarak kira ödemelerini yapar.
8. SPV, kira ödemelerini yatırımcılara periyodik olarak öder.
9. Vadesi geldiğinde kiralanan mal tekrar kaynak kuruluşa satılarak mülkiyeti devredilir.
10. Kaynak kuruluşun yaptığı ödeme, sukuk yatırımcılarına ana paraları olarak aktarılır.
11. Yatırımcılar sahip oldukları sukuk senetlerini VKŞ'ye iade ederler.

2. Satış Sözleşmesine Dayalı Sukuk

a. Murabaha Sukuk

Murabaha işlemi, maliyet artı kar marjlı satış olarak ifade edilmektedir.²¹⁶ Bu işlemde satıcı alıcının almak istediği malı satın alır ve alıcıya anlaştıkları ve alış fiyatından daha yüksek bir fiyata satar. Ödemenin hangi zaman diliminde tamamlanacağı, taksitle olup olmayacağı taraflar arasında kararlaştırılır ve mal alıcıya teslim edilene kadar risk satıcının üzerindedir.²¹⁷ Dolayısı ile, murabaha işlemi faiz işletilerek kredi kullanılması olmayıp taraflar arasında anlaşılan ve maliyete eklenen bir kar marjını içeren gerçek bir malvarlığının satış işlemidir.²¹⁸ Nitekim, işlem taraflarından genellikle SPV malın mülkiyetini önce kendisi devralmakta daha sonra alıcıya devretmekte ve alıcıya hiçbir şekilde malı kendisinin alması için nakdi ödeme

²¹⁴ Önder Doğan, **İslam Sermaye Piyasası Araçları – Dünyadaki Büyüklüğü – Türkiye’de Uygulanabilirliği ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler**, Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Yeterlilik Etüdü, Ankara, 2011, s. 38.

²¹⁵ **A.e.**, s. 38.

²¹⁶ İqbal, Mirakhor, **a.g.e.**, s. xii.

²¹⁷ **A.e.**, s. xii.

²¹⁸ Mufti Muhammad Taqi Usmani, **An Introduction to Islamic Finance**, Karachi, 1998, s. 73.

yapılmamaktadır. Malların üçüncü kişiden SPV tarafından alınması zorunlu olup taraflar arasındaki dolaylı ilişki kabul edilmemektedir.²¹⁹

Murabaha işlemine dayalı sukuk ihracında işlem adımları şu şekildedir:²²⁰

1. SPV ve borçlu arasında asıl sözleşme imzalanır.
2. SPV sukuk ihraç eder.
3. Yatırımcılar ihraç karşılığında SPV'ye ödemeyi yapar.
4. SPV emtia satıcısından spot piyasada satışa konu malvarlığını satın alır.
5. SPV bu malı kar marjı eklenerek anlaşılan fiyattan belirlenen zamanda ödenmek üzere borçluya satar.
6. Borçlu tarafından belli taksitlerle yapılan ödeme SPV tarafından yatırımcılara aktarılır.

Murabaha işlemine dayanılarak ihraç edilen sukuk senetleri sadece birincil piyasada işlem görebilirler, üzerine kar marjı konularak satış bedeli ödendiği için ikincil piyasada işlem görmeleri İslami esaslar uyarınca mümkün değildir.²²¹

b. Selem Sukuk

Arapça'da salam kelime olarak ön ödeme demektir.²²² Selem işleminde daha sonra teslim edilmesi için anlaşılan bir malın ödemesinin önceden yapılması söz konusudur.²²³ Dolayısı ile ödeme sözleşme anında yapılırken, teslimat taraflar arasında belirlenen sonraki bir tarihte yapılmaktadır. Satışa konu olan malın ölçü ve çeşidi gibi tüm nitelikleri belirlenmeli ve ayrıca teslim edileceği tarih de bilinmelidir.²²⁴

Selem daha çok petrol ve tahıl gibi emtiaların finansmanında kullanılmaktadır ve peşin ödeme karşılığında daha sonra teslimata dayalı olan forward sözleşmeleri ile aynı sözleşmeler olarak nitelendirilmektedir.²²⁵

Selem işlemine örnek olarak tarım ürünleri ele alınabilir. ²²⁶ Tarım ürünlerinin finansmanında kullanılan selem işleminde alıcı üreticiye ürünlerin ücretini peşin olarak

²¹⁹ Doğan, **a.g.e.**, s. 20.

²²⁰ Yardımcıoğlu, Ayriçay, Coşkun, **a.g.e.**, s. 164.

²²¹ Doğan, **a.g.e.**, s. 35.

²²² Saleem, **ag.e.** s. 39.

²²³ Ayub, **a.g.e.**, s.403.

²²⁴ TKBB, **Faizsiz Finans Sözlüğü**, (çevrimiçi), <http://www.tkbb.org.tr/faizsiz-finans-sozluqu#1566>, 5 Ağustos 2017.

²²⁵ Tok, **a.g.e.**, s. 21.

²²⁶ Bahar Bilen, "Sukuk ve Muhasebe Uygulamaları", **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, C. 8, S. 15, Temmuz 2016, s. 259.

ödemektedir. Üretici gerekli hammaddeyi de alarak üretimi gerçekleştirir ve anlaşılan vadede ürünü teslim eder. Vade tarım ürününün yetiştirme süresine göre belirlenir.

Selem işlemine dayalı sukuk ihracına ilişkin işlem adımları aşağıdaki şekildedir:²²⁷

1. SPV sukuk ihraç eder ve selem belgeleri karşılığında yatırımcılardan fon toplar.
2. Yatırımcılardan toplanan fonlar malı teslim edecek üreticiye aktarılır.
3. Vadesi geldiğinde mal SPV'ye teslim edilir.
4. SPV bu ürünleri satar ve geliri sukuk sahiplerine paylaşır.

Selem sukuk uygulamasında, selem işlemine konu malın fiyatı SPV tarafından üreticiye ödenen fiyata göre yükselmişse yatırımcılar kar elde etmektedirler. Bu sukuk türü, sertifikalar bir borcu temsil ettiğinden, ikinci el piyasası bulunmamaktadır. Zira, selem işlemine konu malvarlıklarının ileri bir tarihte teslim borcu söz konusudur.²²⁸

c. İstisna Sukuk

İstisna, Arapça'da sanayi ile aynı kökten gelen bir kelime olup yapmak, üretmek demektir.²²⁹ İstisna sukuk; var olmayan, üretilecek veya inşa edilecek olan bir mal ya da eser için gerekli fonun toplanması amacıyla ihraç edilmektedir.²³⁰

Sukuk işleminde SPV bir eserin meydana getirilmesi ya da bir malın üretilmesi için yüklenici ile sözleşme ilişkisine girmektedir. Bu sözleşme konusu üretilecek olan malın cinsi ve özellikleri belirli olmalıdır. Özellikle büyük altyapı projelerinin önemli miktarda finansman kaynağına ihtiyaç duyması alternatif finansman kaynak arayışına sebep olmaktadır. Bu noktada istisna sukuk, yol, köprü ve metro alt yapısı gibi eserlerin inşası için yükleniciye fon sağlanması amacı ile tercih edilmektedir.²³¹

İstisna sukuk işleminde SPV, hem satıcı ve yüklenici hem de üretici olarak aslında hukuki sorumluluğu üzerine almaktadır.²³² Ancak SPV işi alt yüklenici ya da üreticiye yaptırmaktadır.²³³

²²⁷ Doğan, a.g.e., s. 44 ve Bilen, a.g.e., s. 259.

²²⁸ Islamic Banker, Sukuk Al- Salam, (çevrimiçi), <https://www.islamicbanker.com/education/sukuk-al-salam>, 11 Ağustos 2017 ve Ayub, a.g.e., s. 408.

²²⁹ Bilen, a.g.e., s. 259.

²³⁰ Shariq Nisar, **How Sukuk works: Introduction, structuring and application of Sukuk bonds**, Islamic Finance Resource, 2010, (çevrimiçi), <https://ifresource.com/2010/04/27/how-sukuk-works-introduction-structuring-and-application-of-sukuk-bonds/>, 6 Ekim 2017.

²³¹ Mehmet Abat, Sukuk Nedir?, 2013, (çevrimiçi), <http://www.tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/Sukuk-Kenan-Dede-2013.ppt>, 6 Ekim 2017.

²³² Bafra, a.g.e., s. 100.

²³³ A.e., s. 101.

Sukuk senetlerini alan yatırımcılar üretilecek ürünün sahipleri olur ve ürünün satış bedeline bu şekilde hak kazanmış olurlar.²³⁴ Malın tamamlanıp teslim edilmesi ile birlikte SPV, bu malı kar amacıyla satarak elde ettiği geliri sukuk yatırımcılarına dağıtmaktadır. Dolayısı ile, SPV'nin malın üretimi veya inşası için ödemiş olduğu miktar ile bu malı satışı arasındaki fark işlemde yatırımcıların karını oluşturmaktadır.

Görüldüğü üzere, murabaha sözleşmesinde olduğu gibi, istisna işlemine dayalı sukuk ihracında da bir borcun ya da alacağın satışı söz konusudur. İslam dininde faiz yasaklandığından bu sukuk senetleri ikinci el piyasada nominal değerinden farklı bir fiyatla satılamaz.²³⁵ Dolayısı ile bu sukuk tipinin de, İslami esaslar çerçevesinde, ikincil piyasada işlem görebilmesi mümkün değildir.²³⁶

İstisna işleminde eseri meydana getirip üretmekle yükümlü yükleniciyle paralel istisna sözleşmesi yapması için izin verilebilir.²³⁷ Bir başka deyişle, finansal kuruluşlar inşaat işlemini yüklenip akabinde profesyonel bir firmaya devredebilirler. Dolayısı ile, istisna işleminin finansal aracılığa uygun olduğu kabul edilmektedir.²³⁸

İstisna işlemine dayalı sukuk ihracında işlem adımları şu şekildedir.²³⁹

1. SPV finanse edilmek istenen inşa edilecek ya da üretilecek mal veya proje için sukuk ihraç eder.
2. Yatırımcılardan toplanan fonlar projenin finansmanında kullanılır.
3. Proje ya da üretim tamamlandığında mal SPV'ye devredilir.
4. Mal ya da proje nihai alıcıya satılır.
5. Satıştan elde edilen gelir, yatırımcılara dağıtılır.

²³⁴ Muaz Güngören, “Bir Finansal Enstrüman Olarak Sukuk Katılım Bankalarına Uyum Modellemesi”, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, S. 2012-38, 2013, s. 112.

²³⁵ Tok, **a.g.e.**, 22.

²³⁶ Bafra, **a.g.e.**, s. 102.

²³⁷ Güngören, **a.g.e.**, s. 112.

²³⁸ **A.e.**, s. 112.

²³⁹ **A.e.**, s. 112.

3. Ortaklık Sözleşmesine Dayalı Sukuk

a. Mudaraba Sukuk

Mudaraba, Arapça ticaret için seyahat etme anlamına gelen *daraba* kelimesinden gelmektedir.²⁴⁰ Mudaraba işleminde, sermaye koyan yani bir projeye fon sağlayan ile projeye emeğini ve tecrübesini koyan girişimci (mudarib) arasında bir sözleşme imzalanmaktadır.²⁴¹

Mudaraba, İslamiyet öncesinde de Araplar tarafından yaygınca uygulanmaktaydı.²⁴² Bu işlemde, yapacağı yatırım için fon ihtiyacı bulunan girişimciye sermaye sağlanmaktadır. Bu durumda projenin finansman ihtiyacını karşılayan taraf, genellikle İslami banka, aynı zamanda projenin de ortağı olmaktadır. Projeden elde edilen kar, taraflar arasında önceden belirlenen oranlara göre paylaşılmaktadır. Ancak zarar doğması durumunda, fon sağlayan taraf, bu zarara tek başına katlanmak zorundadır.²⁴³ Dolayısı ile, bu işlemde önceden belirlenen, miktarı belli bir kar garanti edilemez.²⁴⁴ İslam din bilginlerinin bazıları tarafından böyle bir garanti verilmesinin ribaya yol açacağı savunulmaktadır.²⁴⁵

Girişimci projeye sermayeye koymadığı sadece emeğini koyduğu için oluşabilecek zararlara katlanmayacaktır. Sadece bir ihmali ya da taraflar arasındaki anlaşma şartlarına aykırılık halinin varlığı kanıtlanır ise zarara katlanmakla yükümlü olacaktır.²⁴⁶

Mudaraba işleminin geçerli olabilmesi için yerine getirilmesi gereken temel şartlar şu şekildedir:²⁴⁷ İlk olarak, girişimciye sermayenin nakit bir başka deyişle likit olarak verilmesi gerekmektedir. Birçok İslam hukukçusuna göre fiyatları dalgalanıp değişebileceğinden sermayenin mal ya da emtia olarak verilmesi mümkün değildir. Zira, bu durum İslami finasta yasaklanan belirsizliğe yani gharara yol açmaktadır. İkinci olarak, sermaye ve aslında sermayeye ek ve onun üzerinde bir miktar olan kar arasında belirgin bir ayrımın yapılması gerektiğinden konulacak sermayenin miktarı tam olarak bilinmelidir. Üçüncü olarak, konulacak sermaye var olmalıdır. Başka bir deyişle, bir alacaklının borçlusuna verdiği borçları sermaye olarak göstermesi kabul edilmemektedir. Son olarak, sermaye mutlaka girişimciye teslim

²⁴⁰ Saleem, **a.g.e.**, s.112.

²⁴¹ Ali Arsalan Tariq, **Managing Financial Risks Of Sukuk Structures**, M.Sc. International Banking, September 2004, (çevrimiçi), <http://kantakji.com/media/7829/f216.pdf>, 7 Eylül 2017.

²⁴² Saleem, **a.g.e.**, s. 112.

²⁴³ Doğan, **a.g.e.**, s. 17.

²⁴⁴ Tariq, **a.g.e.**, s. 13.

²⁴⁵ Muhammad Al-Bashir, Muhammad Al-Amine, "Sukuk Market: Innovations and Challenges", **Islamic Capital Markets Products, Regulations & Development**, Ed. by Salman Syed Ali, Saudi Arabia, Islamic Development Bank Islamic Research & Training Institute, 2008, s.37.

²⁴⁶ Doğan, **a.g.e.**, s. 17.

²⁴⁷ Saleem, **a.g.e.**, s. 113.

edilmelidir. Bu şekilde girişimci sermayeyi kullanır ve kendi statüsünü güvenilir kişi olarak da tesis eder.

Mudaraba sukuk işleminde, sukuk sahiplerinin projede hisse hakkı mevcuttur. Sukuk yatırımcılarından projenin finansmanı için fon toplayan SPV, proje kar elde ettiği sürece getiri elde etmektedir.²⁴⁸

Mudaraba işlemine dayalı sukuk ihracında işlem adımları şu şekildedir.²⁴⁹

1. SPV kaynak kuruluşu fon temini amacı ile sukuk ihraç eder.
2. SPV ve kaynak kuruluş arasında projenin finanse edilmesi amacı ile mudaraba sözleşmesi imzalanır ve toplanan fonlar kaynak kuruluşu teslim edilir.
3. Kaynak kuruluş elde ettiği sermayeyi proje yani girişim için kullanır.
4. Projenin kar elde etmesi durumunda, bu kar, kaynak kuruluş ve SPV arasında anlaşılan orana göre paylaşılır.
5. SPV elde ettiği geliri sukuk yatırımcılarına dağıtır.
6. Vadesi dolduğunda, ihraca konu proje kaynak kuruluş tarafından devralınır ve sukuk senetleri itfa edilerek satış bedeli yatırımcılar arasında paylaşılır.

Sukuk senetlerinin itfası sırasında, projenin kaynak kuruluş tarafından devredilmesi sırasında SPV ile kaynak kuruluş arasında, mudaraba varlıklarının satın almasına yönelik bir sözleşme imzalanmaktadır. Bu aşamada önemli olan husus, mudaraba varlıklarının satış değerinin ne olacağıdır. 2008 AAOIFI standartları doğrultusunda bu varlıkların satış fiyatının piyasa değerlerinden farklı olarak belirlenmemesi gerekmektedir.²⁵⁰

Bu sukuk türü ikinci el piyasalarda işlem görebilmektedir.²⁵¹

²⁴⁸ Güngören, **a.g.e.**, s. 114.

²⁴⁹ Bafra, **a.g.e.**, s. 113, 114.

²⁵⁰ Akther Uddin, Yousuf Sultan, Mosharraf Hosen, Nazim Ullah, **A Critical Analysis of Islamic Bonds: A case study on Sunway Treasury Sukuk**, MPRA Paper No. 68785, November 2015, s. 25, (çevrimiçi), https://mpra.ub.uni-muenchen.de/68785/1/MPRA_paper_68785.pdf, 9 Eylül 2017.

²⁵¹ Ayub, **a.g.e.**, s. 408.

b. Muşaraka Sukuk

Muşaraka (musharaka) kelimesinin kökünde yer alan *sharikah*, Arapça'da kelime olarak iki malvarlığını birbirlerinden ayıramayacak şekilde karıştırmak anlamına gelmektedir.²⁵² Ayrıca, üzerinde birden fazla kişinin hisseleri oranında mülkiyet hakkı sahibi olduğu bir malvarlığı anlamına da gelmektedir.²⁵³ Bir tür adi ortaklıktır.²⁵⁴

Muşaraka işleminde, yukarıda açıklanan mudaraba ortaklık modelinden farklı olarak, tarafların her ikisi de ticari bir projeye sermaye koyarak projenin kar ve zararını paylaşmaktadırlar.²⁵⁵ Her iki taraf da projeye fon sağlamak ve dolayısı ile her iki taraf da hem kara hem de zarara ortak olmaktadır. Taraflar karı önceden serbestçe belirledikleri bir oranda paylaşabilirken; zarara, koydukları sermaye ile orantılı olarak katılmak zorundadırlar.²⁵⁶

Bu işlemde girişimci sermayenin yanında bilgisini ve emeğini de ortaya koyabilmektedir. Bu sebeple, projeyi uzmanlığına göre yürütürken, işin denetim ve gözetim sorumluluğunu da üstüne almış olmaktadır.²⁵⁷

Konvansiyonel sistemde bankalarla imzalanan kredi sözleşmelerinden farklı olarak mudaraba ve muşaraka modellerinde İslami bankalar sadece kredi veren konumunda olmayıp aynı zamanda projenin yatırımcılarıdır.²⁵⁸ Bu durum da projelerinde daha detaylı analiz edilmesine yol açmaktadır.

Muşaraka işlemine dayalı sukuk ihraçlarında, kaynak kuruluş sukuk ihraç ederek projeye fon toplarken, sukuk yatırımcıları muşaraka sözleşmesine ortak olmaktadır. Başka bir deyişle, bu yatırımcılar projenin yani ticari faaliyetin de sahibi konumundadırlar.²⁵⁹ Dolayısı ile sukuk yatırımcıları kurulan kar-zarar yatırım ortaklığının varlıklarında da pay sahibidirler.

Muşaraka işlemine dayalı sukuk ihracında işlem adımları şu şekildedir:²⁶⁰

1. Proje sahibi ve fon sağlamak isteyen şirket (yüklenici) ile SPV arasında muşaraka sözleşmesi imzalanır.

²⁵² Saleem, **a.g.e.**, s. 96.

²⁵³ **A.e.**, s. 96.

²⁵⁴ Yanpar, **a.g.e.**, s. 90.

²⁵⁵ Abbas Mirakhor, Iqbal Zaidi, "Profit and Loss Sharing Contracts in Islamic Finance", **Handbook of Islamic Banking**, Ed. by M. Kabir Hassan, Mervyn K. Lewis, USA, Edward Elgar, 2007, s. 51

²⁵⁶ Güngören, **a.g.e.**, s. 43.

²⁵⁷ **A.e.**, s. 43.

²⁵⁸ Saleem, **a.g.e.**, s. 104.

²⁵⁹ Tok, **a.g.e.**, s. 19.

²⁶⁰ Bilen, **a.g.e.**, s. 257, Bafra, **a.g.e.**, s. 108.

2. SPV sukuk ihraç eder.
3. Sukuk ihracı ile yatırımcılardan toplanan fonlar projeye aktarılır.
4. Yüklenici şirket de sermayeyi koyar ve faaliyete başlanması için girişim kurulur.
5. SPV ve kaynak kuruluş arasında girişimin anlaşılan esaslar çerçevesinde şirket tarafından yönetilmesini sağlamak için bir yönetim sözleşmesi imzalanır.
6. Projenin kar ve zararı paylaşılır.
7. Vade sonunda kurulan muşaraka girişimi tasfiye edilir ve malvarlıkları piyasa değerlerinden satılır. Elde edilen gelir taraflara payları oranlarında dağıtılır.

Bu sukuk türü ikinci el piyasalarda işlem görebilmektedir.²⁶¹

4. Vekalet Sözleşmesine Dayalı Sukuk: Wakala Sukuk

Wakala, kelime olarak koruma, delege etme ve yetkilendirme anlamlarına gelmektedir.²⁶² İslami finasta wakala işlemi ise, bir tarafın başka bir tarafa kendisinin vekili (*agency/wakil*) olarak hareket etmesi için yetki verdiği bir vekalet sözleşmesi olarak nitelendirilmektedir.²⁶³ Wakil, bilgisini, yeteneklerini ve deneyimlerini kullanarak kendisine verilen görevi ifa etme yükümlülüğü altındadır.²⁶⁴

Wakala işleminde, yatırımcı, fonlarını yönetmesi için, fon yönetim ücreti ve yatırım performansından pay karşılığında, bir vekil atamaktadır.²⁶⁵ Atanan vekil, yatırımcının nam ve hesabına olacak şekilde fonları yönetmekte ve yatırımlarda bulunmaktadır. Söz konusu bu yöntem İslami yatırım fonları tarafından da sıklıkla tercih edilmektedir.²⁶⁶

Wakala sukuk işleminde, genellikle yatırımcıların vekili olarak hareket etmesi için kurulan SPV İslami bir banka ile vekalet sözleşmesi imzalar ve bu banka sukuk yatırımcılarından toplanan fonları devralarak çeşitli İslami finans varlıklarına yatırım yapar. Yatırımların sonucunda elde edilen gelir de sukuk yatırımcıları arasında paylaşılır.²⁶⁷

Bu yönü ile bakıldığında toplanan fonlarla yatırım yapılması söz konusu olduğundan wakala işlemi mudaraba işlemine benzemektedir. Ancak, mudaraba ortaklık modelinde mudarib yani girişimci topladığı fonların kullanımı ve yapacağı yatırımda tam bir kontrole sahip

²⁶¹ Doğan, **a.g.e.**, s. 42.

²⁶² Saleem, **a.g.e.**, s. 68.

²⁶³ Mohd Ma'sum Billah, "Islamic banking and growth of takaful", **Handbook of Islamic Banking**, Ed. by M. Kabir Hassan, Mervyn K. Lewis, USA, Edward Elgar, 2007, s. 411.

²⁶⁴ **A.e.**, s. 411.

²⁶⁵ Söyler, **a.g.e.**, s. 41.

²⁶⁶ **A.e.**, s. 41.

²⁶⁷ Bafra, **a.g.e.**, s. 115.

iken wakala işleminde wakil sadece belirli bir görevin, vekil verenin talimatlarına uygun olarak gerçekleştirilmesi amacı ile temsilci olarak hareket etmektedir.²⁶⁸

Wakala işlemine dayalı sukukun uygulaması, diğer sukuk modellerine göre daha yakın bir dönemde yaygınlaşmıştır. Son dönemlerde de önemli miktarda wakala sukuk ya da melez olarak wakala ve murabaha sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir.²⁶⁹

Wakala işlemine dayalı sukuk ihracında işlem adımları şu şekildedir:²⁷⁰

1. Fon toplaması amacı ile SPV kurulur.
2. Kurulan SPV sukuk ihraç eder.
3. SPV yatırımcıların vekili sıfatı ile genellikle bir banka ile vekalet sözleşmesi imzalar ve fonları bu vekile aktarır.
4. Vekil, fonlar ile uygun İslami finans varlıklarına yatırım yapar.
5. Yatırım yapılan varlıkların performansına göre elde edilen gelirden vekil olarak hareket eden banka kendi komisyonunu aldıktan sonra bu geliri SPV'ye aktarır.
6. SPV kendisine aktarılan gelirler ile sukuk yatırımcılarına periyodik ödemelerini yapar.

Wakala sukuk ihraçlarında, ihracın en başında yatırım yapılacak varlıklar, türleri gibi tüm şartların belirlenmesi ve yatırımların tamamının mutlaka İslami kurallara uygun olması gerekmektedir.²⁷¹

Wakala sukuk senetleri ikincil piyasada işlem görmesi hususunda portföydeki varlıkların türü dikkate alınmaktadır. Eğer ki, bu varlıkların AAOIFI standartlarına göre en az %30'luk bir kısmı maddi varlıklar ise bu durumda wakala sukuk senetleri ikincil piyasada işlem görebilmektedir.²⁷²

5. Melez Sukuk

Melez ya da karma sukuk olarak bilinen bu tür hibrid sukuk olarak da anılmaktadır.²⁷³ Bu sukuk türleri için oluşturulan havuz, birden fazla İslami finans sözleşmesine dayalı varlıkları

²⁶⁸ Iqbal, Mirakhor, **a.g.e.**, s. 92.

²⁶⁹ Neale Downes, "Sukuk: A Capital Idea", **Islamic Finance**, Vol. 5, s. 21, (çevrimiçi), http://www.wfw.com/wp-content/uploads/2017/02/Volum-05_HiRes.pdf, 10 Eylül 2017.

²⁷⁰ Bafra, **a.g.e.**, s. 116, Söyler, **a.g.e.**, s. 42.

²⁷¹ Doğan, **a.g.e.**, s. 47.

²⁷² **A.e.**, s. 47.

²⁷³ Bkz. **Islamic Finance**, (çevrimiçi), <http://www.investment-and-finance.net/islamic-finance/h/hybrid-sukuk.html>, 10 Eylül 2017.

içermektedir.²⁷⁴ Sukuk yatırımcılarının gelirleri de bu varlıklardan elde edilen gelirlerden oluşmaktadır.

Bu sukuk senetleri ikincil piyasada işlem görebilmesi için melez sukuk portföyünde yer alan İslami finans sözleşmeleri içerisinde kira sözleşmesine dayalı varlıkların oranının %50'yi geçmesi, en az %51'ini teşkil etmesi, gerekmektedir.²⁷⁵ Bu şekilde kiralanan varlıklardan alınacak kira ödemeleri sebebi ile sabit bit gelir getirmesi de mümkün olacaktır.

Melez sukuk ihracında işlem adımları şu şekildedir.²⁷⁶

1. Birden fazla sözleşme kapsamında yer alan varlıklar SPV'ye devredilir.
2. SPV devredilen portföye dayanarak sukuk ihraç eder.
3. Sukuk yatırımcılarından toplanan fonlar kaynak kuruluş tarafından kullanılır.
4. Vadesi geldiğinde sukukun itfası amacıyla devredilen varlıklar satın alınır ve sukuk yatırımcılarına ödeme yapılır.

²⁷⁴ Salman Shaihk, Shan Saeed, **Sukuk Bond: The Global Islamic Financial Instrument**, MPRA Paper No. 26700, November 2010, (çevrimiçi), https://mpra.ub.uni-muenchen.de/26700/1/MPRA_paper_26700.pdf, 11 Ağustos 2017.

²⁷⁵ Sam R. Hakim, "Islamic Money Market Instruments", **Handbook of Islamic Banking**, Ed. by M. Kabir Hassan, Mervyn K. Lewis, USA, Edward Elgar, 2007, s. 165

²⁷⁶ Bafra, **a.g.e.**, s. 125.

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRK MEVZUATINDA KİRA SERTİFİKALARI İLE İLGİLİ DÜZENLEMELER

I. Kira Sertifikalarının Niteliği: Menkul Kıymet Kavramı

İslami sermaye piyasası araçlarından sukuk, Türk hukukunda kira sertifikaları olarak, SerPK madde 61 ve III-61.1 sayılı Kira Sertifikaları Tebliği²⁷⁷ ile düzenlenmektedir.

Mevzuatımızda sermaye piyasası araçları, SerPK madde 3 (ş) bendinde; “*Menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçları*” olarak ifade edilmektedir. Dolayısı ile kanun, menkul kıymetler, türev araçlar, yatırım sözleşmeleri ve diğer sermaye piyasası araçları olarak dört tür sermaye piyasası aracı belirlemektedir.

Kira sertifikaları, Kira Sertifikaları Tebliği madde 3 (h) bendinde; “*Her türlü varlık ve hakkın finansmanını sağlamak amacıyla varlık kiralama şirketi tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlık veya haktan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymet*” şeklinde tanımlanmaktadır. Dolayısı ile, kira sertifikalarının menkul kıymet niteliğini haiz bir sermaye piyasası aracı olduğu SPK tarafından yapılan düzenlemede doğrudan ifade edilmektedir.

SPK düzenlemelerinde açıkça menkul kıymet olarak tanımlanan kira sertifikalarının hukuki niteliğinin anlaşılabilmesi için menkul kıymet kavramının tanımına ve menkul kıymetlerin ayırıcı özelliklerine aşağıdaki alt başlıklarda değinilmektedir.

A. Menkul Kıymet Tanımı

Sermaye piyasaları, esasen menkul kıymetlerin piyasada tedavülü üzerine kurulu olduğundan, sermaye piyasası hukukuna ilişkin düzenlemeler de temel olarak menkul kıymet ticaretini düzenlemektedir.²⁷⁸ Dolayısı ile, menkul kıymet kavramının tanımının ortaya konması, sermaye piyasası hukuku kurallarının uygulanışı ve SPK tarafından yeni düzenlenecek olan sermaye piyasası araçlarının niteliğinin ve onlara uygulanacak olan kuralların tespit edilebilmesi için önemlidir.

²⁷⁷ 7 Haziran 2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan III-61.1 sayılı Kira Sertifikaları Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/06/20130607-14.htm>, 29 Ekim 2017.

²⁷⁸ Ali Paslı, “Türk Hukukunda Menkul Kıymet Kavramı”, Prof. Dr. Hüseyin Ülgen’e Armağan, C. 2, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2007, s.1513.

Yatırımcılar tarafından orta ve uzun vadeli fonların, fon talep eden ihraççılara aktarımı menkul kıymetlerin bir üst kavramı olarak ifade edilen sermaye piyasası araçları yolu ile sağlanmaktadır.²⁷⁹ Sermaye piyasası araçları da SPKn madde 3 (ş) bendinde “*Menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçları*” olarak tanımlanmaktadır. Kanunun yapmış olduğu tanımdan sermaye piyasalarında yatırım aracı olarak kullanılan ve genellikle uzun vadeli olan finansal araçların²⁸⁰ genel bir üst kavram olarak sermaye piyasası aracı olarak adlandırıldığını görmekteyiz.

Sermaye piyasası araçları içerisinde belki de en önemli yere sahip olan menkul kıymetler, Yasaman tarafından, “*menkul kıymetler, para piyasalarında işlem görmeyen veya para piyasasına hizmet etmeyen, yatırım aracı olarak kullanılan ve sermaye piyasasının oluşmasını ve işlemlerini sağlayan senetlerdir.*” denilerek tanımlanmıştır. Yasaman yapmış olduğu tanımda; menkul kıymetleri sermaye piyasalarının oluşmasını ve işlemlerini sağlayan senetler olarak nitelendirerek; günümüz ekonomileri için vazgeçilmez bir finansal rolü olan sermaye piyasalarındaki temel finansal aracın, menkul kıymetler olduğunu göstermektedir.

Piyasa çeşitlerinden sermaye piyasalarında en çok işlem gören sermaye piyasası aracı türü olan²⁸¹ menkul kıymetler, Türk hukukunda ilk olarak, 1929 yılında çıkarılmış olan “Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası Kanunu” ile mevzuatımıza girmiştir.²⁸² Anılan düzenlemede, Türk anonim şirketler tarafından ihraç edilen paylar ve tahviller ile yabancı şirket pay ve tahvilleri menkul kıymet olarak adlandırılmaktadır.²⁸³

Menkul kıymetlerin günümüzdeki tanımı ise, SerPK’nın tanımlar başlıklı 3. maddesinin (o) bendinde düzenlenmektedir. Düzenleme, ABD Securities Act of 1933 adlı menkul kıymetler kanununa paralel olarak ve ona benzer şekilde,²⁸⁴ menkul kıymetleri, zorunlu özelliklerini saymak yerine, tek tek sayma yolunu tercih etmiştir. Buna göre;

²⁷⁹ Tolga Ayoğlu, **Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri**, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2008, s. 28.

²⁸⁰ Hamdi Yasaman, **Menkul Kıymet Borsası Hukuku**, İstanbul, 1992, s. 17.

²⁸¹ Adıgüzel, **a.g.e.**, s.123.

²⁸² Paslı, **a.g.e.**, s. 1526.

²⁸³ 30 Mayıs 1929 tarih ve 1203 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası Kanunu”, (çevrimiçi), https://www.tbmm.gov.tr/tutanaklar/KANUNLAR_KARARLAR/kanuntbmmc007/kanuntbmmc007/kanuntbmmc00701447.pdf, 11 Kasım 2017.

²⁸⁴ Gökhan Aydoğan, “Yeni Düzenlemeler Işığında Sermaye Piyasası Araçları”, **Eurasian Business & Economy Journal**, Vol. S2, 2016, s. 178. Securities Act of 1933 kanun metni için bkz. (çevrimiçi), <https://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>, 11 Kasım 2017.

Para, çek, poliçe ve bono hariç olmak üzere;

- 1) *paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikaları,*
- 2) *borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikaları* kanunda sayılan menkul kıymetlerdir.

Söz konusu tanıma bakıldığında ilk olarak; aslında TTK'da yer alan şekil şartlarını taşımaları halinde kıymetli evrak niteliğinde olan²⁸⁵ çek, poliçe ve bononun açıkça menkul kıymet tanımı kapsamına dahil edilmediği; ikinci olarak da madde metninde menkul kıymetlerin açıkça genel bir tanımının yapılmadığı ve özelliklerine yer verilmediği dikkat çekmektedir.

Oysaki, 2499 sayılı mülga SerPK²⁸⁶ madde 3 (b) bendinde menkul kıymetler, özellikleri belirtilerek; *“Ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evraktır.”* şeklinde tanımlanmaktaydı. Mülga kanunda yer verilen özellikler, doktrinde hala menkul kıymetlerin tanımlanması bakımından geçerli kabul edilmektedir.²⁸⁷ Nitekim, Poroy/ Tekinalp/ Çamoğlu mülga kanunun tanımlamasıyla paralel olarak; menkul kıymet tanımını yaparken; misli eşya niteliğine sahip olma, yatırım aracı olarak kullanılma ve dönemsel ürün vermenin ana işleve sahip olan üç unsur olduğunu belirtmektedirler.²⁸⁸

Bu kapsamda Ülgen/ Helvacı/ Kendigelen/ Kaya; menkul kıymeti, hem mülga 2499 sayılı Kanun hem de 6362 sayılı SerPK'da yer alan düzenlemeleri dikkate alarak; *pay ve (menkul kıymetleştirilmiş) varlık ve gelirlere de dayalı borçlanma araçları veya bunlara benzer nitelik taşıması kaydıyla; ortaklık veya alacaklılık sağlayan, seri halinde çıkarılan, misli nitelikte, belirli bir meblağı temsil eden, dönemsel gelir getiren, yatırım aracı olarak kullanılan, ibareleri aynı olan değerler/kıymetler*²⁸⁹ olarak tanımlanmaktadır.

Doktrinde yapılan bu tanımdan yola çıkarak, menkul kıymetlerin ayırt edici özellikleri aşağıda (B) başlığı altında kısaca açıklanmaktadır.

²⁸⁵ Hüseyin Ülgen/ Mehmet Helvacı/ Abuzer Kendigelen/ Arslan Kaya, **Kıymetli Evrak Hukuku**, Güncellenmiş 7. Bası'dan 10. (tıpkı) bası, İstanbul, Onikilevha, 2017, s. 3.

²⁸⁶ 31 Temmuz 1981 tarih ve 17416 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Sermaye Piyasası Kanunu, (çevrimiçi) <http://www.resmigazete.gov.tr/main.aspx?home=http://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/17416.pdf&main=http://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/17416.pdf>, 29 Ekim 2017.

²⁸⁷ Ülgen/ Helvacı/ Kendigelen/ Kaya, **a.g.e.**, s. 32.

²⁸⁸ Poroy/ Tekinalp/ Çamoğlu, **a.g.e.**, s. 103.

²⁸⁹ Ülgen/ Helvacı/ Kendigelen/ Kaya, **a.g.e.**, s. 32.

B. Menkul Kıymetlerin Özellikleri

1. Ortaklık veya Alacaklılık Hakkı Sağlaması

Menkul kıymetlerin ortaklık veya alacaklılık hakkı sağlaması, menkul kıymet sahibine böyle bir hakkı veren hukuki bir esasa dayanması anlamına gelmektedir.²⁹⁰ Menkul kıymetlerin sahibine, temsil ettiği ortaklık ya da alacaklılık hakkının sahibi olmasına imkan vermesi; onları emtia işlemlerinde araç olarak kullanılan poliçe, çek, bono, varant ve makbuz senedinden ayırarak yatırım aracı olarak kullanılmasını sağlamaktadır.²⁹¹

Ortaklık hakkı, menkul kıymeti elinde bulunduran kişinin ihraççı ortaklığın paydaşı olduğunu gösterirken; alacaklılık hakkı, senedi elinde bulunduran kişinin menkul kıymet ihraççısından bir alacağı olduğunu göstermektedir.²⁹²

2. Belli Bir Meblağı Temsil Etme

Menkul kıymetlerin belli bir meblağı temsil etmesi, ihraç edilirken üzerinde belli bir itibari değer taşımasından kaynaklanmaktadır.²⁹³ Başka bir deyişle, bu özellik, menkul kıymetin barındırdığı ortaklık ya da alacaklılık hakkının ihraç sırasında belirlenen maddi bir değer taşımasını ifade etmektedir.²⁹⁴ Buna örnek olarak, payların üzerinde belli bir nominal değer bulunması, tahvillerin ise borçlanılan miktarı içermesi gösterilebilir. Paylar üzerinde bulunan nominal değer, o payın ortaklığın sermayesine katılım miktarını, hakların kapsamının ve prim hesabının tespitini sağlamaktadır.²⁹⁵

3. Yatırım Aracı Olarak Kullanılma

Yatırımcıların ellerindeki birikimlerini sermaye piyasası araçları ile değerlendirmek istemelerindeki en temel motivasyon, bu araçlar aracılığı ile birikimlerini bir yatırıma yönlendirerek değer kazanmasını sağlamaktır. Yatırımcılar, en azından bu beklenti ile hareket etmektedirler. Örneğin, anonim şirket paylarına yatırım yapan fon arz edenler, şirketin kar dağıtmasını; tahvil sahipleri ise belli bir oranda faiz elde etmeyi istemektedirler. Nitekim Tekinalp; sermaye piyasası araçları ile kast edilenin uzun dönemli yatırımlar olduğunu belirterek, devamlı nitelikteki sermaye yatırımlarına hizmet etmesini, menkul kıymetlerin temel

²⁹⁰ Paslı, **a.g.e.**, s. 1529.

²⁹¹ Poroy/ Tekinalp/ Çamoğlu, **a.g.e.**, s. 103.

²⁹² Adıgüzel, **a.g.e.**, s. 126.

²⁹³ **A.e.**, s. 126.

²⁹⁴ Paslı, **a.g.e.**, s. 1531.

²⁹⁵ Ömer Teoman, “Anonim Ortaklıklar Hukukunda Payın Birim Değerinin Oy Hakkının Saptanılmasındaki İşlevi ve Türk Sistemi”, İkt. Mal., C. XIX., Sayı 12, s. 498

özelliklerinden biri olduğunun altını çizmektedir.²⁹⁶ Para piyasası araçlarını, menkul kıymetlerden ayıran²⁹⁷ bu özellik tüm sermaye piyasası araçları için geçerlidir.

4. Dönemsel Gelir Getirme

Yatırımcıların, yatırım yaptıkları menkul kıymetin türüne göre elde edilebilecek gelir çeşitliliği göstermektedir. Tahvil gibi borçlanma araçlarında getiri olarak faiz söz konusuysa, kira sertifikalarında dayanak varlıktan elde edilecek bir gelir mevcuttur. Paylar ise, pay sahiplerine kar payı ya da yeni pay alma hakkı sağlamaktadır. Ancak, bu gelirlerin elde edilebilmesi için ise belli bir süre geçmesi gerekmektedir. Bu da menkul kıymetlerin dönemsel olarak gelir getirme özelliğini göstermektedir.²⁹⁸

5. Misli Nitelikte Olma

Misli eşya, alışverişte tartma, sayma veya ölçme ile belli duruma gelen eşya olup birinin yerini aynı kalitede ve cinsten başka bir misli eşya alabilmektedir. Bono, çek, poliçe ve konişmento gibi kıymetli evrakların aksine tertipler halinde aynı hukuki sebebe dayanılarak çıkarılan menkul kıymetler misli eşya niteliğini haiz olduklarından üçüncü kişiler açısından fark yaratmazlar.²⁹⁹ Dolayısı ile menkul kıymetlerin bu niteliği, alım satım ve aracılık işlemlerine konu olabilmelerini sağlamaktadır.³⁰⁰ Nitekim, menkul kıymet ihraçlarında, senetlerin farklı seri numaraları taşımaları ve itibari değerlerinin farklı olması da misli eşya niteliğini ortadan kaldırmamaktadır.³⁰¹

6. Seri Halde Çıkarılma

Menkul kıymetler tek tek değil, kitlesel olarak ihraç edilmektedirler. Doktrinde, bunun menkul kıymetlerin misli nitelikte olmasının bir sonucu olduğu ifade edilmektedir.³⁰² Kitle halinde, çok sayıda ihraç edilen menkul kıymetler birbirini takip eden seri numaraları taşımaktadırlar. Dolayısı ile misli nitelikte olmaları ile de paralel olarak, seri halinde çıkarılmaları da tedavül kabiliyetlerini kolaylaştırmaktadır.

²⁹⁶ Ünal Tekinalp, **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, İstanbul, Es Yayınları, 1982, s.14.

²⁹⁷ Paslı, **a.g.e.**, s. 1533.

²⁹⁸ Adıgüzel, **a.g.e.**, s. 127.

²⁹⁹ Poroy/ Tekinalp/ Çamoğlu, **a.g.e.**, s. 103.

³⁰⁰ Tekinalp, **Sermaye Piyasası, a.g.e.**, s.15.

³⁰¹ **A.e.**, s.15.

³⁰² Paslı, **a.g.e.**, s. 1540.

7. İbarelerinin Aynı Olması

Menkul kıymetlerin ibarelerinin aynı olması, aynı seri ve tertipteki menkul kıymetlerin aynı ifadeleri taşıması anlamına gelmektedir. Ancak, kitlesel olarak ihraç edilen menkul kıymetlerin itibari değerleri ve seri numaraları farklı olabilir.³⁰³ Her ne kadar menkul kıymetlerin özellikleri arasında yer alsın da, bugün SPK tarafından kaydıleştirilmesine karar verilen finansal araçlar fiziken işlem görmedikleri ve bu finansal araçlar için kaydi sistem geçerli olduğu için büyük ölçüde teoride kalan bir özellik olduğu da ifade edilmektedir.³⁰⁴

8. Kıymetli Evrak Özelliğine Sahip Olma

Kıymetli evrak, TTK madde 645'te "*Kıymetli evrak öyle senetlerdir ki, bunların içerdikleri hak, senetten ayrı olarak ileri sürülemediği gibi başkalarına da devredilemez.*" şeklinde tanımlanmaktadır. Maddede yer verilen tanımdan kıymetli evraktan söz edebilmek için senet, hak ve senetle hakkın iç içe geçmesi olarak belirtilen üç unsurun bir arada bulunması gerekmektedir. Ancak, menkul kıymetlerin kitlesel olarak çıkarılması takibini ve tedavülünü zorlaştırdığından; menkul kıymetler, fiziken değil kayden ihraç edilip el değiştirmektedir.

Türk mevzuatında da SerPK madde 13 ile sermaye piyasası araçlarının senede bağlanmaksızın kayden ihraç edilmesi esası kabul edilmiştir. Tekinalp'e göre menkul kıymetlerin merkezi bir sistemde elektronik olarak saklanmaya başlanması ile kıymetli evrakın; hakkın senetsiz devredilememesi ve hakkın senetsiz ileri sürülememesi şeklindeki iki temel tanımlayıcı unsuru ortadan kaldırılmıştır.³⁰⁵ Böylece merkezi bir sistemle, hak sahipliğinin, kaydi olarak izlenmesi yolu ile menkul kıymetin içerdığı hak senetsiz devredilebilmektedir. Dolayısı ile, yasal düzenlemeler ile kaydıleştirilen menkul kıymetler kıymetsiz kıymetli evrak olarak nitelendirilmektedir.³⁰⁶

SerPK tanımında menkul kıymetlerin özelliklerinin belirtilerek tanımlanmasından vaz geçilmesi sonucunda, menkul kıymetlerin açıkça kıymetli evrak olduğunu ifade eden bir düzenleme kalmamıştır. Bu durum, akıllara menkul kıymetler kıymetli evrak olmaktan çıkarıldı mı sorusunu getirir de, doktrinde her menkul kıymetin bir kıymetli evrak olduğu hususunda bir tartışma bulunmadığı açıkça ifade edilmektedir.³⁰⁷ Sonuç olarak, menkul kıymetlerin senede

³⁰³ A.e., s. 1540.

³⁰⁴ Adıgüzel, a.g.e., s. 128.

³⁰⁵ Ünal Tekinalp, "Evraksız Kıymetli Evraka veya Kıymet Hakların Doğru", **BATİDER**, C. XIV, S. 3, Haziran 1998, s. 11.

³⁰⁶ Ülgen/ Helvacı/ Kendigelen/ Kaya, a.g.e., s. 33.

³⁰⁷ Poroy/ Tekinalp/ Çamoğlu, a.g.e., s. 103 ve Ülgen/ Helvacı/ Kendigelen/ Kaya, a.g.e., s. 33.

bağlanmadan ihraç edilip tedavül edebilmesinin, kıymetli evrakta hakkın senede bağlanması ana kuralının yasal bir istisnasını teşkil ettiği kabul edilmektedir.³⁰⁸

C. Belli Başlı Menkul Kıymet Türleri

SerPK 3. maddesinde menkul kıymetler; paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikaları ile borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikaları olarak belirtilmektedir. Kanununda açıkça menkul kıymet olarak belirtilen temel sermaye piyasası araçları aşağıdaki satırlarda kısaca açıklanmaktadır.

1. Paylar

TTK 484'üncü maddesinin gerekçesinde pay senetleri; "*anonim şirketteki sermayenin bölünmesi sonucu oluşan birim*" olarak tanımlanmaktadır.³⁰⁹ Paylar, esas olarak TTK 484 ve 501'inci maddeleri arasında düzenlenmektedir.³¹⁰ Aynı zamanda bir menkul kıymet türü olan paylar, sermaye piyasası mevzuatında VII-128.1 sayılı Pay Tebliği³¹¹'ne tabi olup ortaklığın sermayesini temsil eden ve sahibine ortaklık hakkı veren bir menkul kıymet türü olarak açıkça tanımlanmaktadır.

Pay senetlerinin sahibi, anonim ortaklığın ortağıdır ve bu senetler sahibine; genel kurula katılma, yönetim kuruluna seçilme, bilgi alma gibi ortaksal ve kar payı, yeni paylardan öncelikle alma hakkı, tasfiye bakiyesine katılma hakkı gibi mali haklar vermektedirler.³¹²

2. Pay Benzeri Menkul Kıymetler

Pay benzeri menkul kıymetler, Pay Tebliği'nde; "*sermayede temsil edilmesi zorunlu olmayan, sabit bir getiri taahhüdü barındırmayan, pay sahipliği haklarından birini ya da bir kısmını veren ve bu nitelikte olduğu Kurulca belirlenen menkul kıymetler*" olarak tanımlanmış

³⁰⁸ Ali Bozer, Celal Göle, **Kıymetli Evrak Hukuku**, 6. bs., Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2017, s. 459.

³⁰⁹ Bumin Doğrusöz, Öznur Onat, Funda Tunçel Töralp, **Gerekçe, Karşılaştırmalı Maddeler, Komisyon Raporları, Önergeler ve Karşılaştırmalı Tablolar ile Türk Ticaret Kanunu**, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, C. 1, Temmuz 2011, s. 651 (çevrimiçi), <http://www.basbakanlik.gov.tr/docs/kkgm/kanuntasarilari/TURK%20TICARET/madde%20gerekce.doc>, 18 Kasım 2017.

³¹⁰ Yavuz Akbulak, "**TTK Işığında Anonim Şirketlerde Pay Senetleri**", Ankara Barosu, 2016-1, (çevrimiçi), <http://www.ankarabarusu.org.tr/siteler/ankarabarusu/tekmakale/2016-1/16.pdf>, 18 Kasım 2017.

³¹¹ 22 Haziran 2013 tarih ve 28685 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan VII-128.1 sayılı Pay Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/06/20130622-8.htm>, 29 Ekim 2017.

³¹² Yasaman, **Menkul Kıymet Borsası**, s. 33.

olmasına rağmen, bunların hangi sermaye piyasası araçları olduğu mevzuatımızda tek tek sayılmamaktadır.³¹³

Pay Tebliği'nde yer alan tanıma bakıldığında, pay benzeri menkul kıymetlerin temel unsurları; pay sahipliği haklarından birini ya da bir kısmını vermesi, bu nitelikte olduğunun SPK tarafından açıkça belirlenmiş olması ve sabit bir getiri taahhüdü barındırmamasıdır.

Pay benzeri menkul kıymetlerin sermayede temsil edilmesi zorunlu değildir. Dolayısı ile ilgili unsurlara bakıldığında SPK çıkardığı düzenlemelerde açıkça pay benzeri menkul kıymet olarak tanımlanmayan bir sermaye piyasası aracının, diğer unsurları taşıdığı düşünülse dahi, pay benzeri menkul kıymet olarak sınıflandırılmayacağı söylenebilecektir. Ancak, SPK düzenlemelerinde açıkça yer verilmesi de, Pay Tebliği madde 47'de niteliği itibari ile pay benzeri olduğu SPK tarafından kabul edilecek menkul kıymetlere ait ihraç başvuruları, Pay Tebliği hükümlerinin kıyasen uygulanması suretiyle sonuçlandırılacağı hükme bağlanmaktadır. Dolayısı ile, SPK yasal düzenlemelerde yer almayan bir sermaye piyasası aracının pay benzeri menkul kıymet olduğunu ihraç başvurusu sırasında da kabul edebilmektedir.

SPK, Pay Tebliği, 4. maddesinde, katılma intifa senetlerinin açıkça pay benzeri menkul kıymet olduğunu düzenlemektedir. Mevzuatta yer alan bu tanıma göre, katılma intifa senetleri; ortaklıklar tarafından nakit karşılığı satılmak üzere ihraç edilen, net kardan pay alma, tasfiye sonucunda kalan tutara katılma veya halka açık olmayan ortaklık tarafından yeni çıkarılacak payları alma hakkı tanıyan pay benzeri menkul kıymetlerdir.

Görüldüğü üzere, pay senetlerinin aksine katılma intifa senetleri, sahibine herhangi bir ortaklık hakkı sağlamamakta ve payı temsil etmemektedir; ancak sadece mali haklar sağlamaktadır.³¹⁴

3. Borçlanma Araçları

Borçlanma araçları, TTK madde 504 ve VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği³¹⁵nde düzenlenmektedir. Tebliğde; ihraççıların borçlu sıfatıyla düzenleyerek ihraç ettikleri tahviller, paya dönüştürülebilir tahviller, değiştirilebilir tahviller, finansman bonoları, kıymetli maden bonoları ve Tebliğ 34'üncü maddesi çerçevesinde niteliği itibari ile borçlanma aracı olduğu SPK tarafından kabul edilecek sermaye piyasası araçları borçlanma aracı olarak sayılmaktadır.

³¹³ Aydoğan, **a.g.e.**, s. 179.

³¹⁴ Oğuz Kürşat Ünal, "Katılma İntifa Senetleri", **BATİDER**, C. XIX, S. 3, Haziran 1998, s. 81.

³¹⁵ 7 Haziran 2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/06/20130607-13.htm>, 29 Ekim 2017.

Görüldüğü üzere, düzenlemede sayılan borçlanma araçları sınırlı sayıda değildir; SPK'nın borçlanma aracı olduğunu kabul edeceği sermaye piyasası araçları da menkul kıymet niteliğini haiz olacaktır.³¹⁶

Borçlanma Araçları Tebliği dışında, III-59.1 sayılı Teminatlı Menkul Kıymet Tebliği'nde de ipotek teminatlı menkul kıymetler ve varlık teminatlı menkul kıymetler olarak ikiye ayrılan teminatlı menkul kıymetlerin, *“ihraççının genel yükümlülüğü niteliğinde olan ve teminat varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen borçlanma aracı niteliğinde bir sermaye piyasası aracıdır.”* denilerek, borçlanma aracı olduğu açıkça belirtilmektedir.

4. Depo Sertifikaları

2499 sayılı mülga kanunda sadece sermaye piyasası aracı olarak yer bulan depo sertifikaları, SerPK ile menkul kıymet tanımına açıkça dahil edilmiştir.³¹⁷

VII-128.4 sayılı Yabancı Sermaye Piyasası Araçları ve Depo Sertifikaları Tebliği³¹⁸'nde, *“saklama kuruluşlarında saklanan yabancı sermaye piyasası araçlarını temsilen depocu kuruluş tarafından ihraç edilen ve sahibine bu araçların verdiği hakları aynen sağlayan, bunlara özdeş, nominal değeri Türk Lirası olarak veya T.C. Merkez Bankası'na günlük alım satım kurları ilan edilen yabancı paralar cinsinden ifade edilen sermaye piyasası aracı”* olarak tanımlanmaktadır. Tanımdan anlaşılacağı üzere, depo sertifikaları her tür yabancı sermaye piyasası aracını temsilen ihraç edilebilmektedir.

Ülkemizde ilk defa yabancı bir şirket tarafından ihraç edilen bir pay olarak; 2010 yılı Aralık ayında Avusturya'da tescilli olan DO & CO AKTIENGESELLSCHAFT şirketinin paylarına ilişkin depo sertifikaları işlem görmeye başlamıştır.³¹⁹

5. Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler

III-58.1 sayılı Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği³²⁰'nde yer alan düzenlemeler uyarınca, varlığa ve ipotek dayalı menkul kıymetler; ilgili konut finansmanı fonu ya da varlık

³¹⁶ Bozer, Göle, **a.g.e.**, s. 460.

³¹⁷ Aydoğan, **a.g.e.**, s. 180.

³¹⁸ 9 Ocak 2014 tarih ve 28877 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan VII-128.4 sayılı Yabancı Sermaye Piyasası Araçları ve Depo Sertifikaları Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/10/20131023-5.htm>, 29 Ekim 2017.

³¹⁹ Özcan Çikot, “Yabancı Piyasalarında Menkul Kıymet Kotasyonu ve Depo Sertifikaları”, **Sermaye Piyasasında Gündem**, S. 103, Mart 2011, s. 19.

³²⁰ 9 Ocak 2014 tarih ve 28877 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140109-11.htm>, 29 Ekim 2017.

finansmanı fonunun veya ipotek finansmanı kuruluşlarının portföyündeki varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen sermaye piyasası araçlarıdır.³²¹

Varlığa ve ipoteğe dayalı menkul kıymetler dışında VII-128.2 sayılı Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği³²² ile düzenlenen gayrimenkul sertifikaları ve III-61.1 sayılı Kira Sertifikaları Tebliği ile düzenlenen kira sertifikaları ise diğer menkul kıymet örnekleridir. Her iki sermaye piyasası aracı da tezin konusunu teşkil ettiğinden aşağıdaki satırlarda daha detaylı olarak analiz edilecektir.

Yukarıdaki satırlarda menkul kıymetlerin özelliklerine ilişkin ifade ettiğimiz hususlar dikkate alınarak; sermaye piyasası düzenlemelerinde açıkça menkul kıymet olarak tanımlanan kira sertifikaları; alacaklılık hakkı sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dayanak varlığa bağlı olarak dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan ve aynı ibarelere sahip olan bir menkul kıymettir. İhraca dayanak teşkil eden malvarlığı ya da haktan elde edilecek gelirden payları oranında hak sahipliği verdiğinden ve kira sertifikası sahiplerinin bu hakkı kira sertifikasına bağlı olup ondan ayrı kullanılamayacağından, kira sertifikalarının kıymetli evrak niteliğini haiz olduğunu söyleyebiliriz.

II. Kira Sertifikaları ile Gayrimenkul Finansmanı

A. Kira Sertifikalarının Tarihsel Gelişimi ve Unsurları

1. Türk Sermaye Piyasası Mevzuatında Faizsiz Finans Düzenlemeleri

İslami finansal araçlara olan ilginin giderek artması ve İslami bankacılık alanında meydana gelen ilerlemeler, doğal olarak, Türk sermaye piyasası mevzuatında da İslami prensiplere uygun sermaye piyasası araçları hususunda düzenleme yapılması ihtiyacını doğurmuştur.

Genel olarak İslami kurallara uygun olduğu kabul edilen payların dahi, ihraççı şirketin faaliyet konusu, ihracı ve tedavülü gibi birçok unsur bakımından şeri'at kurallarını ve birçok kriteri yerine getirmesi gerekmektedir.³²³ Dolayısı ile, İslami kurallar uyarınca caiz görülen sermaye piyasası araçlarının, ekonomik faaliyetleri şekillendiren kovansiyonel hukuk

³²¹ Aydoğan, **a.g.e.**, s. 180.

³²² 5 Temmuz 2013 tarih ve 28698 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan VII-128.2 sayılı Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/07/20130705-11.htm>, 29 Ekim 2017.

³²³ İbrahim Sırma, "Sermaye Piyasası Araçlarının İslami Finans Açısından Değerlendirilmesi", **Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi**, C. 3, S. 3, 2015, s. 133.

kurallarını esas alan sermaye piyasası mevzuatımızda da düzenlenmesi için çalışma yapılması ihtiyacı doğmuş ve bu çalışmalar 1980'li yıllarda başlamıştır.

a. Gelir Ortaklığı Senetleri

Türkiye'de özellikle 1980'li yıllarda, ekonomide yaşanan liberalleşmenin de etkisi ile İslami prensiplere uygun finansal araçlarındaki gelişmeler kendini göstermeye başlamıştır.³²⁴

İslami bankacılıkta yaşanan gelişmelere de paralel olarak, İslami prensiplere uygun ilk enstrüman olan gelir ortaklığı senedi 1984 yılında ihraç edilmiştir. Bu senetler Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması Hakkında Kanun'a dayanılarak, Hazine Müsteşarlığı tarafından köprü, demiryolu, elektrik santrali ve otoyol inşaatı gibi altyapı yatırımlarının finanse edilmesi için ihraç edilmiştir.³²⁵

Faiz getirisi söz konusu olmadığından İslami finans kurallarına uygun olarak değerlendirilen gelir ortaklığı senetleri, senet sahibine herhangi bir ortaklık hakkı vermemektedir; ancak senet sahibi senede konu altyapı tesisinin gelirinden vade sonunda pay alma hakkına sahip olmaktadır.³²⁶ Her ne kadar gelir ortaklığı senetlerinin sahiplerinin katılma oranları kesin olarak belirli olsa da, ihraca dayanak alt yapı tesisinin elde edeceği kar değişkendir. Bu senetler genellikle 3 ila 5 yıl vadeli olarak çıkarılmışlardır.

Gelir ortaklığı senetleri ilk olarak Boğaziçi Köprüsü'nün inşaatının finansmanı için 3 Aralık 1984'te ihraç edilmiştir.³²⁷ Daha sonra 7 Ocak 1985 tarihinde Keban Barajı gelir ortaklığı senetleri ihraç edilmiştir ve ilk kez 18 Şubat 1986 tarihinde gelir ortaklığı senetleri borsada işlem görmeye başlamıştır.³²⁸ Fakat gelir ortaklığı senetlerinde fiyat belirlemenin zor olması nedeniyle ikincil piyasası oluşmamıştır.³²⁹

Gelir ortaklığı senetlerinin, 2009 yılında Hazine tarafından ihraç edilen gelire endeksli senetler ile karıştırılmaması gerekmektedir. Devlet İç Borçlanma Senetlerinin çeşitlendirilmesi amacıyla İslami kurallara uygun olduğu düşünülerek ihraç edilen bu araçlar tartışmalara neden olmuştur.

³²⁴ Doğan, a.g.e., s. 59.

³²⁵ Figen Büyükkın, Onur Önyılmaz, "Faizsiz Finansman Bonosu Sukuk ve Türkiye Uygulamaları", **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, C. 4, S. 7, 2014, s. 9.

³²⁶ Tok, a.g.e., s. 49.

³²⁷ Yelda Ataç, **4.7 Milyar Dolarlık Baraj Senedi Geliyor**, (çevrimiçi), <http://www.hurriyet.com.tr/4-7-milyar-dolarlik-baraj-senedi-geliyor-301043>, 19 Kasım 2017.

³²⁸ Halil Gülnar, **Yüksek Hızlı Tren Yatırımlarının Gelir Ortaklığı Senedi ile Finansmanı**, Uzmanlık Tezi, Kalkınma Bakanlığı Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Haziran 2016, s. 91-92.

³²⁹ Doğan, a.g.e., s. 60.

Gelir ortaklığı senetlerinde; getiriler, Kamu İktisadi Teşebbüsü olan Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı, Devlet Malzeme Ofisi, Devlet Hava Meydanları İşletmeleri ve Kıyı Emniyeti Genel Müdürlüğü'nden bütçeye aktarılan hasılat paylarına endekslenmiştir.³³⁰ Ancak bu senetler asgari kupon ödeme garantisi içermektedir. Bu nedenle senetlerin getirisinin faiz içerdiği yönündeki tartışmalar sebebi ile bu sermaye piyasası araçlarının şeri'at kurallarına uygun olmadığı değerlendirilmiş ve piyasada da tartışmalara neden olmuştur.³³¹

b. Katılma İntifa Senetleri

Gelir ortaklığı senetlerini takiben, 1992 yılında, Seri: III No: 10 Katılma İntifa Senetleri İhracına İlişkin Esaslar Tebliği kabul edilmiştir. Bu düzenleme ile, anonim şirketlerin, sahibine; ortaklık hakkı vermeyen ancak kâr payı ve tasfiyeye katılma gibi mali haklar veren katılma intifa senetlerinin ihraç edebilmesine olanak sağlanmıştır.³³² Bu senetler, sahibine yönetime katılma hakkı vermeden sadece elde edilen kardan pay alma hakkı sağlayan mudaraba sukuk türüne benzetilmektedir.³³³

c. Kar ve Zarar Ortaklığı Belgeleri

Faizsiz sermaye piyasası araçlarının bir diğer örneği ise, Seri: III No: 27 sayılı Kar ve Zarar Ortaklığı Belgelerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği³³⁴ ile yasal mevzuatımıza giren kar ve zarar ortaklığı belgeleridir.

Tebliğ ile, ihraççı şirketlerin, kar ve zarara ortak olmak üzere, tüm faaliyetlerin gerektirdiği finansman ihtiyaçlarını karşılamak için; yurt içinde satılmak üzere Türk lirası üzerinden veya yabancı paraya endeksli, yurt dışında satılmak üzere ise, Türk lirası veya yabancı para üzerinden ya da yabancı paraya endeksli kar ve zarar ortaklığı belgesi adı altında menkul kıymet ihraç edebilmesine olanak tanınmıştır. Yapılan düzenleme ile, ihraç edilecek kar ve zarar ortaklığı belgelerinin üzerine kara ve zarara katlanılacağı ve bu belgelerin kar garantisi vermeyeceğinin açıkça yazılması zorunlu tutulmuştur.

³³⁰ Borsa İstanbul, Borçlanma Araçları, (çevrimiçi), <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/borclanma-araclari>, 26 Kasım 2017.

³³¹ Tevfik Güngör, "Gelire Endeksli Senetlerin Getirisi Faiz Sayılır mı?", **Sabah Gazetesi**, 30 Mart 2012, (çevrimiçi), <https://www.dunya.com/kose-yazisi/gelire-endeikli-senetler039in-getirisi-quotfaizquot-sayilir-mi/12724>, 26 Kasım 2017.

³³² Büyükkın, Önyılmaz, **a.g.e.**, s. 10.

³³³ Tok, **a.g.e.**, s. 52.

³³⁴ 20 Mart 2003 tarih ve 25054 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: III No: 27 sayılı Kar ve Zarar Ortaklığı Belgelerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2009/12/20091219-11.htm>, 24 Kasım 2017.

Yatırımcılar, kar ve zarar ortaklığı belgesi olarak şirkete finansman sağlanmakta ancak herhangi bir şekilde şirket yönetimine katılmamakta ve söz sahibi olmamaktadır.

Bu sermaye piyasası araçlarının, İslam hukuku açısından ne gerçek anlamda bir pay senedi ne de faizli bir borçlanma aracı olduğu ve mudaraba sukuk türünün bir uygulaması olduğu değerlendirilmektedir.³³⁵

Her ne kadar halka arz edilerek ya da halka arz edilmeksizin satışı yapılabileceği düzenlenmiş olsa da yapılan tüm ihraçlar halka arz edilmeksizin yapılmıştır.³³⁶ Zarara katılma unsuru, ana paranın eksilebilmesi ihtimalini de içerdiğinden yatırımcı bakımından risk teşkil eden bir unsur olmuştur ve gelir ortaklığı senetlerinde olduğu gibi, bu sermaye piyasası aracının da ikincil piyasası gelişmemiştir.³³⁷

d. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler

Varlığa dayalı menkul kıymetler, tahvillerden farklı olarak, alacakların veya duran varlıkların sermaye piyasası işlemlerine konu edilerek likiditelerinin arttırılmasını sağlayan menkul kıymetleştirme işlemi olarak nitelendirilmektedir.³³⁸

Türk sermaye piyasası mevzuatında varlığa dayalı menkul kıymetler ilk olarak Seri: III No: 14 sayılı Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği³³⁹ ile düzenlenmiştir. Düzenleme ile birlikte önemli bir miktarda ihraç gerçekleştirilmiştir. Öyle ki, 1992 ve 1997 yılları arasında VDMK'ların toplam menkul kıymet ihracına oranı %55'e ulaşmış olsa da ikinci el piyasasında aynı başarı görülmemiştir.³⁴⁰

VDMK'lara ilişkin takip eden düzenleme, Seri: III No:35 sayılı Varlık Finansmanı Fonlarına ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği³⁴¹ ile yapılmıştır. Bu düzenlemeye göre VDMK'lar, varlık finansmanı fonu portföyünde yer alan

³³⁵ Servet Bayındır, "İslami Finasta Para ve Sermaye Piyasası İşlemleri", **Borsa İstanbul-Marmara Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Uluslar Arası Tarihi, Teorisi ve Pratiğiyle İslam İktisadı ve Finansı Konferansı**, 11 Kasım 2014, (çevrimiçi), <http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/research/sunum-servet-bayindir.pdf?sfvrsn=2>, 26 Kasım 2017.

³³⁶ Doğan, **a.g.e.**, s. 62.

³³⁷ Yılmaz, **a.g.e.**, s. 29.

³³⁸ Oğuz Kürşat Ünal, "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler", **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 8, S. 1, Haziran-Aralık 2014, s. 1.

³³⁹ Doğan, **a.g.e.**, s. 62.

³⁴⁰ **A.e.**, s. 62.

³⁴¹ 27 Ağustos 2008 tarih ve 26980 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan, Seri: III No:35 sayılı Varlık Finansmanı Fonlarına ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2008/08/20080827-10.htm>, 26 Kasım 2017

varlıklar karşılığında ihraç edilen borçlanma senedi olarak tanımlanmıştır. VDMK'lara ilişkin sonraki düzenleme ise halen yürürlükte olan III-58.1 Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği³⁴²'dir. Bu tebliğ ile SPK, VDMK'ların ihraç usul ve esasları ile dayanak varlıkların türlerini ve VDMK ihraç edebilecek kurumları düzenlemektedir.

e. Yatırım Fonları

Yatırım fonları SerPK 52. maddesinde tanımlanmaktadır. Bu tanıma göre, yatırım fonu; tasarruf sahiplerinden fon katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre SPK tarafından belirlenen varlık ve haklardan oluşan portföy veya portföyleri işletmek amacıyla, portföy yönetim şirketleri tarafından fon iç tüzüğü ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığıdır.

Yatırım fonlarına ilişkin detaylı usul ve esaslar III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği³⁴³ ile düzenlenmektedir. Yatırım fonlarında, fon portföyü, içtüzükte öngörülen sayıda fon payından oluşmaktadır.³⁴⁴ Katılma payları, yatırımcıların fon payı olarak, fona katıldığını gösteren ve fonun kazancına katılma hakkını içeren sermaye piyasası aracıdır.³⁴⁵

Yatırım fonlarına ilişkin tanım ve işleyişleri dikkate alındığında, yatırım fonlarının İslami prensiplere uygun olarak işletilebilecek bir başka sermaye piyasası aracı olduğu söylenebilecektir.³⁴⁶ Bu açıdan önemli olan husus, fon portföyüne devrolunacak varlıkların ve fonun işleyişinin İslami finans kurallarına uygun olmasıdır.

Aynı şekilde, Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik³⁴⁷ ile düzenlenen bireysel emeklilik sisteminde de faiz içermeyen finansal araçlardan oluşan emeklilik fonlarının kurulabilmesi mümkündür. Nitekim, kira sertifikalarına, İslami esaslara uygun olan hisse senetlerine ve altın gibi araçlara dayalı

³⁴² 9 Ocak 2014 tarih ve 28877 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140109-11.htm>, 26 Kasım 2017.

³⁴³ 9 Temmuz 2013 tarih ve 28702 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/07/20130709-14.htm>, 26 Kasım 2017.

³⁴⁴ Burçak Yıldız Destanoğlu, **Yatırım Fonu Katılma Belgeleri**, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2004, s. 11.

³⁴⁵ A.e., s. 12.

³⁴⁶ Doğan, a.g.e., s. 65.

³⁴⁷ 13 Mart 2013 tarih ve 28586 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/main.aspx?home=http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/03/20130313.htm&main=http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/03/20130313.htm>, 26 Kasım 2017.

emeklilik fonları kurulmaktadır.³⁴⁸

f. Kira sertifikası

Mevzuatımızda, İslami prensiplere uygun ve genel olarak faizsiz olarak addedilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin önemli düzenleme Seri III No: 43 sayılı Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ³⁴⁹ ile yapılmıştır. Bu yasal düzenleme ile sukuk olarak bilinen ve giderek Müslüman olmayan ülkelerde de daha çok ilgi çekmeye başlayan İslami sermaye piyasası aracı hem mevzuatımızda hem de uygulamamızda yer almaya başlamıştır.

Sukuka ilişkin ilk yasal düzenlemenin hemen akabinde, 17 Ağustos 2010 tarihinde Kuveyt Türk Katılım Bankası tarafından 100 milyon Amerikan Doları değerinde ve üç yıl vadeli ilk kira sertifikası ihracı gerçekleştirilmiştir.³⁵⁰ Ancak sukuka ilişkin yapılan ilk düzenlemede sadece icara sukuk tipine yer verilerek dar bir kapsamda düzenleme yapılmıştır. İcara sukuk türünün kiralama işlemini içermesi sebebi ile de ilgili düzenlemenin adı, kira sertifikası olarak belirlenmiştir.

Ülkemizde İslami sermaye piyasası araçları geliştirilmeye derinleştirilmeye çalışılırken, eş zamanlı olarak Hazine Müsteşarlığı tarafından yapılacak ihraçların önünün açılabilmesi için mevzuatta da birtakım değişiklikler yapılmıştır.

4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetimi Düzenlenmesi Hakkında Kanun ilk olarak 2012 yılında ve akabinde 2013 yılında değiştirilmiştir. Bu değişiklikler ile, ilgili Kanun'un 7/A maddesinde Hazine Müsteşarlığı tarafından kurulacak VKŞ, kuruluş şartları ve ilgili Bakanlık izni gibi, SPK ve TTK mevzuatı uyarınca yerine getirilmesi gereken birçok yükümlülüğün istisna tutulmuştur.³⁵¹ Böylece devletin yapacağı ihraçlar bakımından ciddi bir kolaylık sağlanması amaçlanmıştır.

Kira sertifikalarına ilişkin mevzuat çalışmaları devam ederken, Türkiye'nin ikinci sukuk ihracı; 350 milyon Amerikan Doları değerinde ve beş yıl vade ile Kuveyt Türk Sukuk Varlık

³⁴⁸ Katılım Emeklilik, **Faizsiz Bireysel Emeklilik Sistemi Nedir?**, (çevrimiçi), <http://www.katilimemeklilik.com.tr/bireysel-emeklilik/bireysel-emeklilik-sistemi-hakkinda/faizsiz-bireysel-emeklilik-sistemi-nedir/>, 26 Kasım 2017.

³⁴⁹ 1 Nisan 2010 tarih ve 27539 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2010/04/20100401-15.htm>, 26 Kasım 2017.

³⁵⁰ **Türkiye'nin ilk sukuk ihracına yüksek talep**, (çevrimiçi), <http://www.milliyet.com.tr/turkiye-nin-ilk-sukuk-ihracina-yuksek-talep-ekonomi-1281143/>, 26 Kasım 2017.

³⁵¹ Gölcüklü, **a.g.e.**, s. 6.

Kiralama A.Ş. tarafından 2011 yılında gerçekleştirilmiş ve bu ihraca Körfez ülkelerinden önemli bir talep olmuştur.³⁵²

Kira sertifikası ihraçları başlamış ve yatırımcıların ilgisini çekmiş olsa da, SPK tarafından çıkarılan ilk tebliğin yetersiz kalması nedeni ile daha kapsamlı bir düzenleme yapılması ihtiyacı gündeme gelmiştir.³⁵³

Güncel Sermaye Piyasası Kanunumuz olan 6362 sayılı SerPK'nın da yürürlüğe girmesi ile birlikte, yeni kanunun kira sertifikası ve varlık kiralama şirketlerine ilişkin 61. maddesine dayanılarak, 2013 yılında III-61.1 sayılı Kira Sertifikaları Tebliği³⁵⁴ yayımlanmış ve sadece icara sukuk tipine ilişkin olan ilk düzenleme yürürlükten kaldırılmıştır.

Kira sertifikaları, SerPK'nın 61. maddesinde; *“her türlü varlık veya hakkın finansmanını sağlamak amacıyla varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlık veya haklardan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan, nitelikleri Kurulca belirlenen sermaye piyasası araçları”* olarak tanımlanmaktadır.

Kira Sertifikaları Tebliği'nde ise; *“her türlü varlık ve hakkın finansmanını sağlamak amacıyla varlık kiralama şirketi tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlık veya haktan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymet”* denilerek kanunda yer alan düzenlemeden farklı olarak; kira sertifikalarının menkul kıymet olduğu açıkça belirtilmiştir.

Mevzuatta yapılan değişiklikler ile, kira sertifikaları daha geniş bir uygulama alanına kavuşturularak sadece icara sukuk türünün düzenlenmesinden vaz geçilmiştir.³⁵⁵ Ek olarak, tanımda sadece varlıkların değil, her türlü hakkın da finansmanının sağlanması için kira sertifikası ihraç edilebileceği açıkça ifade edildiğinden kira sertifikalarının uygulama alanı da genişletilmiştir. Böylece varlıkların yanında hakların da ihraca dayanak teşkil edebilmesine imkan tanınmıştır.

SPK tarafından yeni tebliğe ilişkin yapılan basın duyurusunda, yeni düzenleme ile birlikte İstanbul'un uluslararası finans merkezi konumuna getirilmesi amacına uygun olarak, hem yerli hem de uluslararası yatırımcıların alternatif finansman kaynaklarını kullanabilmesine imkan

³⁵² Büyükakın, Önyılmaz, **a.g.e.**, s. 11.

³⁵³ Gölcüklü, **a.g.e.**, s. 6.

³⁵⁴ 7 Haziran 2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Kira Sertifikaları Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/06/20130607-14.htm>, 26 Kasım 2017.

³⁵⁵ Aydın, Ayyıldırım, **a.g.e.**, s. 49.

tanındığı belirtilmektedir.³⁵⁶ Bu yolla tezimizin konusunda da belirtildiği şekilde, büyük çaplı projelerin, özellikle fon ihtiyacı yüksek gayrimenkul projelerinin, finanse edilmesi de amaçlandığı ifade edilmektedir.³⁵⁷

Nitekim, dünyada sukuk başta olmak üzere alternatif finansman metotları ile başta inşaat ve gayrimenkul projeleri olmak üzere petrol çıkarma faaliyetleri ve çeşitli altyapı projeleri gibi alanlarda finansman sağlandığı görülmektedir.³⁵⁸

Mevzuatta yapılan değişiklikler ve kira sertifikalarına ilişkin yeni düzenlemeler ışığında bu sermaye piyasası aracının unsurları aşağıdaki satırlarda analiz edilmektedir.

2. Kira Sertifikasının Unsurları

a. İhracın Konusu

Kira Sertifikaları Tebliği 3. maddesinin (h) bendinde yer alan kira sertifikalarına ilişkin tanımda; *“her türlü varlık ve hakkın finansmanını sağlamak amacıyla varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen ve sahiplerine bu varlık veya haktan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymet”* denilerek kira sertifikalarında ihracın konusunun her türlü varlık ve hak olduğu belirtilmiştir.

Hak, Tebliğin 3. maddesinin (e) bendinde; *“kira sertifikalarına dayalı her türlü haklar”* olarak; varlık ise aynı maddenin (o) bendinde; *“kira sertifikaları ihracına dayanak haklar dışındaki her türlü varlık”* olarak tanımlanmıştır.

Kira Sertifikaları Tebliği'nde yer alan her iki tanımda da, ihracın konusunu teşkil edecek varlık ve hakka ilişkin herhangi bir sınırlama getirilmemektedir. Dolayısı ile TMK'da ve mevzuatta düzenlenmiş olan mülkiyet, irtifa, alacak, önalım, arama ve işletme hakkı gibi her türlü hak ile her cins menkul ve gayrimenkul malın³⁵⁹ kira sertifikası ihracına konu olabilmesi mümkündür.³⁶⁰

Sadece sahip olunan hak ve varlıklar değil, sahip olunması umulan hak ve varlıklar da kira sertifikası ihracına konu olabilmektedir. Ancak bu durumda İslami prensipler uyarınca,

³⁵⁶ SPK, **Kira Sertifikalarına İlişkin Basın Duyurusu**, (çevrimiçi), <http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20130607/0>, 10 Aralık 2017.

³⁵⁷ Gölcüklü, **a.g.e.**, s. 8.

³⁵⁸ Ayman H. Abdel-Khaleq, Christopher F. Richardson, “New Horizons for Islamic Securities: Emerging Trends in Sukuk Offerings”, **Chicago Journal of International Law**, V. 7, S. 2, 2007, s. 409-410.

³⁵⁹ Mal ve eşya kavramı için bkz. M. Kemal Oğuzman/ Özer Selici/ Saibe Oktay Özdemir, **Eşya Hukuku**, 20. bs., İstanbul, Filiz Kitapevi, 2017, s. 4 vd.

³⁶⁰ Söyler, **a.g.e.**, s. 52.

sahip olunması umulan hak ya da varlığın belli olması gerekmektedir. Aksi takdirde gharar söz konusu olabilecektir.

Örnek ile somutlaştırmak gerekirse, ön alım sözleşmesi imzalanmış olan bir gayrimenkulün alınması sırasında fon sağlanması için kira sertifikası ihraç edilebilirken, alınacak mal temel özellikleri ile belli değilse kira sertifikası ihracına konu olamayacaktır.³⁶¹

Kira sertifikası ihracının konusunu teşkil edecek olan hak ve varlığın türünün belirlenmesi sadece o hak ya da varlığın özelliklerinin tespiti açısından önemli olmayıp kira sertifikasının türünün belirlenmesinde de rol oynadığı için de önemlidir. Zira bir gayrimenkulün mülkiyet hakkının alınması için sahipliğe dayalı kira sertifikası ihraç edilmesi gerekirken, ortaklığa dayalı kira sertifikalarında dayanak varlık ortaklığın payı olup ihraçtan elde edilecek gelir pay bedelinin ödenmesinde kullanılmaktadır.³⁶² Dolayısı ile dayanak varlık veya hakkın türü, ilgili ihracın tabi olduğu kuralları da belirleyebilmektedir.

Kira sertifikasından elde edilecek gelirlerin dayanak varlık ve hakkın değerindeki artış ve azalışa bağlı olması da dayanak varlık ve hakların teminat rolünü ön plana çıkarmaktadır.³⁶³ Bu durum bazı riskleri içinde barındırmaktadır.

Örneğin, ilgili varlığın VKŞ tarafından alımı sırasında alım bedeline dayanak teşkil edecek değerlendirme raporlarında varlıklarının bedelinin yanlış hesaplanması veya varlığın kaynak kuruluş tarafından itfa zamanında geri alınışının herhangi bir sebepten dolayı gerçekleştirilememesi ilgili varlık veya hakkın teminat işlevini azaltacaktır.³⁶⁴ Ancak bu gibi riskleri önleyebilmek adına, Kira Sertifikaları Tebliği madde 11/2'de, kira sertifikaları sahiplerinin elde edeceği gelirle doğrudan ilgili olan ihraç konusu varlık ve hakkın değerlemesinin uluslararası değerlendirme standartları çerçevesinde SPK'nın ilgili düzenlemelerine uyularak yapılması zorunlu tutulmaktadır.

İlgili varlıklara ilişkin değerlendirme çalışmalarında yaşanabilecek yanlışlıklar dışında, malların VKŞ'ye devrinden sonra değerinde meydana gelecek azalmalar da, kira sertifikası sahiplerinin üzerine aldıkları bir risktir. Her ne kadar, İslam finans kuralları çerçevesinde, sertifika sahiplerinin bu riski alması gerekse de, Kira Sertifikaları Tebliği madde 5/3'te sahipliğe, ortaklığa ve eser sözleşmesine dayalı kira sertifikalarında, ihraç tutarının değerlendirme raporunda tespit edilen gerçeğe uygun değer % 90'ını aşamayacağı hüküm altına alınmaktadır. Böylece bu gibi risklerin en aza indirilmesi amaçlanmaktadır. Ek olarak, belirtilen

³⁶¹ Kulak, **a.g.e.**, s. 51.

³⁶² **A.e.**, s. 52.

³⁶³ Özdemir, **a.g.e.**, s. 391.

³⁶⁴ **A.e.**, s. 392.

tüm bu riskler karşısında VKŞ'ye devredilen varlıkların uygulamada sigorta ettirilerek önlem alındığı görülmektedir.³⁶⁵

b. Fon Kullanıcı, Kaynak Kuruluş ve Girişimci

Kira sertifikaları ihracı ile fon toplayarak gayrimenkul projesi ya da bir malın alınması gibi amaçlarla fon ihtiyacını karşılamak isteyen kişiler fon kullanıcısı ve kira sertifikasının türüne göre kaynak kuruluş ya da girişimci olarak adlandırılmaktadır.

Kira Sertifikaları Tebliği'nde kaynak kuruluş; sahipliğe dayalı kira sertifikası ihraçlarında, varlık ve hakları varlık kiralama şirketine devreden sermaye şirketini veya tacir niteliğini haiz gerçek veya tüzel kişilerin bir araya gelerek ve malvarlıklarını birleştirmek suretiyle yazılı bir sözleşmeye istinaden oluşturdukları adi ortaklık olarak tanımlanmaktadır. SPK'nın yapmış olduğu bu tanıma bakıldığında iki husus dikkat çekmektedir.

İlk olarak; sahipliğe dayalı kira sertifikalarında fon temin etmek amacıyla hareket eden kişinin bir sermaye şirketi ya da yazılı bir sözleşmeye istinaden oluşturulan bir adi ortaklık olmasının şart koşulduğu görülmektedir. TTK madde 124'te sermaye şirketleri; anonim, limited ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirket olarak sayılmaktadır. Dolayısı ile, gerçek kişiler ve şahıs şirketleri sahipliğe dayalı kira sertifikası ihraçları ile fon toplamak isteyebilecekler arasında sayılmamaktadır. Dolayısı ile, gerçek kişi tacirlerin ya da şahıs şirketlerinin yazılı bir sözleşmeye istinaden oluşturulan bir adi ortaklık veya sermaye şirketine ortak olması şartıyla sahipliğe dayalı sermaye piyasası aracı ihracı ile fon temin edebilecekleri kanaatindeyiz.

İkinci olarak; aşağıdaki paragraflarda açıklanan, kaynak kuruluş olarak hareket ederek piyasadan fon temin etmek isteyen adi ortaklıkların, ortaklarına getirilen sınırlama ve adi ortaklığın kuruluşuna ilişkin getirilen şekil şartı dikkat çekmektedir.

TBK madde 620'de³⁶⁶ düzenlenen adi ortaklığın ortaklarının kural olarak tacir vasfına sahip olması zorunlu olmamasına rağmen, SPK düzenlemesi uyarınca kaynak kuruluş olabilecek adi ortaklığa sadece tacir niteliğini haiz gerçek ya da tüzel kişiler ortak olabilmektedir.

³⁶⁵ A.e., s. 393. Güncel bir örnek için bkz. **KT Varlık Kira Sertifikası Varlık Kiralama A.Ş. Vekalet ve Yönetim Sözleşmesi**, (çevrimiçi), <http://www.ktksvks.com.tr/Assets/DocumentPool/Vekalet-ve-Yonetim-Sozlesmesi-2017Eylul.pdf>, 24 Aralık 2017.

³⁶⁶ TBK madde 620 “*Adi ortaklık sözleşmesi, iki ya da daha fazla kişinin emeklerini ve mallarını ortak bir amaca erişmek üzere birleştirmeyi üstlendikleri sözleşmedir.*

Bir ortaklık, kanunla düzenlenmiş ortaklıkların ayırt edici niteliklerini taşımıyorsa, bu bölüm hükümlerine tabi adi ortaklık sayılır.”

Tacir niteliği TTK kapsamında tespit edilecektir. TTK madde 12 uyarınca; gerçek kişilerin tacir niteliğini haiz olabilmesi için bir ticari işletmeyi, kısmen de olsa, kendi adına işletmesi gerekmektedir. TTK madde 16'da yer alan tüzel kişilere ilişkin düzenlemede ise; ticaret şirketleriyle, amacına varmak için ticari bir işletme işleten vakıflar, dernekler ve kendi kuruluş kanunları gereğince özel hukuk hükümlerine göre yönetilmek veya ticari şekilde işletilmek üzere Devlet, il özel idaresi, belediye ve köy ile diğer kamu tüzel kişileri tarafından kurulan kurum ve kuruluşların tacir oldukları kabul edilmektedir.

Adi ortaklığın ortaklarına ilişkin getirilen sınırlamaya ek olarak, adi ortaklık sözleşmesinin yazılı olarak yapılması da zorunlu tutulmaktadır. Halbuki, adi ortaklık sözleşmeleri kural olarak herhangi bir şekil şartına tabi değildir.³⁶⁷

Yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikası ihraçlarında ise kaynak kuruluş, sahip olduğu varlık ve hakları VKŞ adına yöneten Kira Sertifikaları Tebliği madde 12/1'de belirtilen nitelikteki şirketler olarak tanımlanmaktadır. Kira Sertifikaları Tebliği madde 12, VKŞ kurabilecek şirketleri tek tek saymaktadır ve sayılanlar dışında kalanların VKŞ kuramayacağı belirtilmektedir. Dolayısı ile, yönetim sözleşmesine dayalı bir kira sertifikası ihracı ile fon toplamak isteyen kişiler sadece VKŞ kurabilecek şirketlerle sınırlandırılmıştır. Bu şirketler;

- i. Bankalar,
- ii. Portföy aracılığı, genel saklama hizmeti veya aracılık yüklenimi faaliyetinden herhangi birini yürütecek olan aracı kurumlar,
- iii. İpotek finansmanı kuruluşları,
- iv. Payları borsada işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları,
- v. Kurulun kurumsal yönetime ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde belirlenen birinci ve ikinci grupta yer alan halka açık ortaklıklar,
- vi. Derecelendirme kuruluşlarından talebe bağlı olarak notlandırma ölçeğine göre ihracın para birimi cinsinden yatırım yapılabilir seviyeye denk gelen uzun vadeli derecelendirme notunu alan ortaklıklar,
- vii. Sermayelerinin %51 veya daha fazlası doğrudan Hazine Müsteşarlığı'na ait olan ortaklıklardır.

Girişimci ise ortaklığa dayalı kira sertifikası ihraçlarında kaynak kuruluşu yerini almaktadır. Tebliğ'de, ortak girişimin yönetilmesinden sorumlu olan sermaye şirketini veya tacir niteliğini haiz gerçek veya tüzel kişilerin bir araya gelerek ve malvarlıklarını birleştirmek suretiyle yazılı bir sözleşmeye istinaden oluşturdukları adi ortaklık olarak tanımlanmaktadır.

³⁶⁷ Hasan Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi**, Ankara, Adalet Yayınevi, 2011, s. 19.

Görüleceği üzere girişimci de sahipliğe dayalı kira sertifikalarında kaynak kuruluş ile aynı şekilde tanımlanmaktadır. Dolayısı ile, sermaye şirketleri ve tacir niteliğini haiz kişiler tarafından yazılı bir sözleşme ile kurulmuş adi ortaklıklar, girişimci sıfatı ile ortaklığa dayalı kira sertifikası ihracıyla fon temin edebilmektedirler. Kısaca girişimci, ortaklığa dayalı kira sertifikalarında ortak girişimin VKŞ dışındaki ortaklarını ifade etmektedir ve ortak girişimin yönetilmesinden de sorumludur.

Sermaye piyasalarında kira sertifikası ihracı yolu ile finansman sağlayan kaynak kuruluş ve girişimcinin birtakım hak ve yükümlülükleri vardır. Örneğin, ihraca dayanak malvarlıklarını VKŞ'ye devretmek ya da ortak girişimi yönetmekle yükümlü iken bir yandan da hakkın ya da varlığın devir bedelini almak ve vade sonunda dayanak varlığın mülkiyetini geri almak gibi hakları vardır.

Fon kullanıcı ise Kira Sertifikaları Tebliği'nde kaynak kuruluş ve girişimciyi de kapsayacak şekilde üst bir kavram olarak kullanılmaktadır. Tebliğ'de, sahipliğe ve yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikası ihraçlarında kaynak kuruluşları, alım-satıma dayalı kira sertifikası ihraçlarında varlık kiralama şirketinin vadeli olarak sattığı varlık veya hakkı alan kurucu niteliğini haiz şirketleri, ortaklığa dayalı kira sertifikası ihraçlarında girişimciyi ve ortak girişimin varlık kiralama şirketi dışındaki ortaklarını, eser sözleşmesine dayalı kira sertifikası ihraçlarında meydana getirilecek eseri satın alan kişiyi veya yükleniciyi ifade ettiği belirtilmektedir.

c. Varlık Kiralama Şirketi tarafından ihraç edilmesi

Kira sertifikası ihraçlarında yatırımcıların temsilcisi olarak hareket eden³⁶⁸ VKŞ'ler, Kira Sertifikaları Tebliği'nde münhasıran kira sertifikası ihraç etmek üzere anonim şirket şeklinde kurulmuş olan sermaye piyasası kurumu olarak tanımlanmaktadır.

Diğer sermaye piyasası ihraçlarından farklı olarak; kira sertifikası ihraç edilirken kaynak kuruluşa ait mal ya da haklar üzerinde ilgili sözleşmelerden kaynaklanan hakların tesis edilmesi ve ihraçtan sonra yatırımcıların haklarının takip edilerek ödemelerin gerçekleştirilmesi için ayrı bir kuruma ihtiyaç duyulmaktadır. Uluslararası uygulamalarda bu kuruluşa, özel amaç için kurulan şirket anlamına gelen special purpose vehicle, kısaca SPV denilmektedir.³⁶⁹ Bu

³⁶⁸ Abdullah Tekin, "Türkiye Kira Sertifikaları ile İslami Piyasalardaki Eşdeğer Ürünler Arasında Bir Karşılaştırma", **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi**, C. 20, S. 2, Kasım 2017, s. 168.

³⁶⁹ Naveed Mohammed, **How Sukuk and Bond Default Differ – The Role of the Trustee and the Purchase Undertaking Agreement**, (çevrimiçi), <https://www.sukuk.com/education/sukuk-bond-defaults-differ-role-trustee-purchase-undertaking-agreement-1522/>, 1 Ocak 2018.

SPV'lerin asıl amacının; şirketlerin kendilerine ait malvarlıklarını kullanmak sureti ile fon toplamasına aracılık etmesini sağlamak olduğu ifade edilmektedir.³⁷⁰

Mevzuatımızda da kira sertifikası ihraçları VKŞ'ler tarafından gerçekleştirilmektedir. Hem yatırımcıların temsilcisi olarak hareket eden hem de kaynak kuruluşun fon toplamasına aracılık eden bu sermaye piyasası kurumlarının kurucuları, işleyişleri ve faaliyetleri gibi konular Kira Sertifikası Tebliği altında ayrıntılı olarak düzenlenmektedir.

Biz de aşağıdaki satırlarda bu detaylı düzenlemeler ışığında VKŞ'leri ve kira sertifikası ihracındaki rollerini açıklamaya çalışacağız.

(1) Varlık Kiralama Şirketinin Kuruluşu

Her ne kadar VKŞ'ler bir anonim şirket olarak TTK hükümlerine tabi olsa da, VKŞ'lerin kuruluşu ve kurucuları Kira Sertifikaları Tebliği ile özel bazı şartlara bağlanmıştır. Tebliğ madde 12'de VKŞ kurucuları sınırlı olarak sayılmaktadır. Bu düzenlemeye göre sadece maddede belirtilen şirket ve kuruluşlar tarafından VKŞ kurulabilmektedir.

VKŞ kurabilecek olanlar; bankalar, portföy aracılığı, genel saklama hizmeti veya aracılık yüklenimi faaliyetinden herhangi birini yürütecek olan aracı kurumlar, ipotek finansmanı kuruluşları, payları borsada işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları, 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 ve sermayelerinin % 51 veya daha fazlası doğrudan Hazine Müsteşarlığı'na ait olan ortaklıklar olarak sayılmaktadır.

Kira Sertifikaları Tebliği'nde; payları borsada işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları, 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 ve sermayelerinin % 51 veya daha fazlası doğrudan Hazine Müsteşarlığı'na ait olan ortaklıkları tarafından kurulacak olan VKŞ'lerin, sadece kendilerinin fon kullanıcısı olduğu kira sertifikası ihraçlarını gerçekleştirebileceği hüküm altına alınmaktadır. Dolayısı ile bu belirtilenler tarafından kurulan VKŞ'ler başka herhangi bir üçüncü kişi için kira sertifikası ihraç edemeyecektir. Bu hizmeti sadece bankalar, portföy aracılığı, genel saklama hizmeti veya aracılık yüklenimi faaliyetinden herhangi birini

³⁷⁰ Aydın, Ayyıldırım, **a.g.e.**, s. 54.

yürütecek olan aracı kurumlar, ipotek finansmanı kuruluşları tarafından kurulan VKŞ'ler yerine getirebilecektir.

Fon kullanıcısı her bir kira sertifikası ihracında, ilgili sözleşmelere ve kira sertifikası türüne göre değiştiğinden bu hususun tespiti VKŞ'nin rolü açısından da önemlidir.³⁷¹

SPK tarafından yapılan düzenlemelerde, VKŞ'ler bakımından özel bir sermaye şartı getirilmediğinden, TTK hükümleri uyarınca anonim şirketlere ilişkin öngörülen asgari sermaye tutarı olan 50.000 TL ile VKŞ kurulabilecektir.

Kira Sertifikaları Tebliği'nde sınırlı olarak sayılan kurucular tarafından VKŞ kurulabilmesi için, SPK'ya başvurularak VKŞ esas sözleşmesine SPK'nın uygun görüşünün alınması gerekmektedir. VKŞ'nin kuruluşundan sonra yapılacak olan her türlü esas sözleşme değişikliği de SPK'nın onayına tabidir.

Esas sözleşmesi SPK tarafından uygun bulunan VKŞ'ler, esas sözleşmenin onayından itibaren bir yıl içerisinde ihraç başvurusunda bulunmalıdır. Bir yılın dolmasından itibaren bir ay içerisinde ihraç başvurusunda bulunmamış olan VKŞ'lerin, faaliyet konusunu değiştirmeleri ya da infisah kararı almaları zorunlu tutulmaktadır. Bu düzenleme ile SPK'nın VKŞ'lerin işlerliliğinin sağlanmasını amaçladığı görülmektedir.

Kira Sertifikaları Tebliği ile VKŞ'lerin faaliyetleri tek tek sayılmamış olsa da, madde 12/5 hükmü ile VKŞ'lerin faaliyetlerine ilişkin çeşitli sınırlamalar getirilmektedir. Bu hüküm uyarınca; VKŞ'ler, SPK tarafından uygun bulunan esas sözleşmesinde belirtilen faaliyetler dışında herhangi bir ticari faaliyetle uğraşamaz ve sahip olduğu varlık ve haklar üzerinde esas sözleşmesinde izin verilenler hariç olmak üzere, üçüncü kişiler lehine hiçbir ayni hak tesis edemez ve bu varlık ile haklar üzerinde kira sertifikası sahiplerinin menfaatlerine aykırı bir şekilde tasarrufta bulunamazlar. Ek olarak, her ne ad altında olursa olsun kredi kullanamaz, borçlanamaz, sahip olduğu varlık ve hakları esas sözleşmesinde belirtilen faaliyetlerin yürütülmesi dışında kullanamazlar.

VKŞ'lerin hangi faaliyetlerde bulunabileceği mülga Kira Sertifikaları Tebliğ madde 5 altında tek tek sayılmakta idi. Bu düzenlemenin VKŞ'lerin faaliyet sınırlarının anlaşılabilmesi bakımından dikkate alınabileceği kanaatindeyiz.

Mülga düzenlemede, VKŞ'lerin faaliyetleri; kira sertifikası ihraç etmek, kendi nam ve kira sertifikası sahipleri hesabına her türlü varlığı devralmak, kiralamak, varlıklardan elde edilen gelirleri payları oranında kira sertifikası sahiplerine ödemek, kira sözleşmesinin

³⁷¹ Gölcüklü, **a.g.e.**, s. 23.

sonunda, başlangıçta anlaşılan koşullarda kiraya konu varlığı kaynak kuruluşa devretmek olarak ifade edilmekte idi.

Hem mülga tebliğ hem de yürürlükte olan düzenlemeler dikkate alındığında, VKŞ'lerin faaliyetler alanlarının sadece kira sertifikası ihraç etmek ve bu kapsamda gerekli olan ihraca dayanak varlık ve hakların devralınması ve bu varlık ve haklardan elde edilen gelirlerin sertifika sahiplerine payları oranında dağıtılması gibi işlemleri tamamlamak olduğu söylenebilecektir.

VKŞ'lerin faaliyetlerine ilişkin getirilen sınırlamalar dışında, VKŞ'nin taraf olacağı birleşme ve bölünme işlemleri ile birtakım pay devirleri de SPK'nın iznine tabi tutulmaktadır. Bir kişinin VKŞ sermayesinin doğrudan veya dolaylı olarak %10'u veya daha fazlasını temsil eden payları edinmek suretiyle VKŞ ortağı olması veya bir ortağa ait payların VKŞ sermayesinin %10, %20, %33 veya %50'sini aşması sonucunu veren pay edinimleri ile bir ortağa ait payların bu oranların altına düşmesi sonucunu veren pay devirleri ile herhangi bir orana bakılmaksızın yönetsel veya oy imtiyazı veren payların devrinin SPK iznine tabi olduğu açıkça düzenlenmektedir. Dolayısı ile bu pay devirleri SPK izni olmaksızın geçerli olmayacaktır.

(2) Varlık Kiralama Şirketinin Yönetimi ve Sona Ermesi

Kira Sertifikaları Tebliği ile VKŞ'ler bakımından düzenlenen bir başka konu ise, VKŞ'lerin yönetimleri ile belge ve kayıt düzenlerine ilişkin getirilen standartlardır. Genel olarak VKŞ yönetim kurulu, varlık ve haklardan tahsilat yapılması ve VKŞ'nin elde ettiği bu gelirlerin kira sertifikası sahiplerine payları oranında ödenmesinden sorumludur.

SPK düzenlemelerinde belirlenen standartlar uyarınca; VKŞ yönetim kurulu en az üç kişiden oluşmalıdır. Yönetim kurulu üyelerinden en az birinin SPK'nın kurumsal yönetim düzenlemeleri kapsamında belirlenen nitelikleri haiz bir bağımsız üye³⁷² olması zorunludur. Bunun yanında, VKŞ yönetim kurulu üyelerinin; yüksek öğrenim görmüş olmaları, sermaye piyasası veya bankacılık alanında en az 5 yıllık tecrübeye ve VKŞ yönetim kurulu üyesi olmanın gerektirdiği itibara sahip olmaları, en az birinin SPK'nın lisanslamaya ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı belgesine sahip olması ve kendileri veya sınırsız sorumlu ortak oldukları kuruluşlar hakkında iflas kararı verilmemiş ve konkordato ilan edilmemiş olması da gereklidir.

SPK, VKŞ yönetim kurulu üyelerinin niteliklerine ilişkin standartlar getirerek ve en az bir üyesinin bağımsız olmasını şart koşarak; yatırımcıların temsilcisi gibi hareket eden bu

³⁷² Bağımsız yönetim kurulu üyelerine ilişkin kriterler SPK tarafından Seri: II No: 17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği ile belirlenmektedir.

sermaye piyasası kurumunun, gerektiği gibi güvenilir bir şekilde işlemlerini sağlamayı amaçlamaktadır. Yine aynı amaç doğrultusunda yapılan bir düzenleme olan Kira Sertifikaları Tebliği madde 13/6 hükmünde; bir kira sertifikası ihracı işlemi fon kullanıcısı ile VKŞ kurucusunun aynı olması durumunda, varlık ve hakların satılması veya kira sertifikası sahipleri lehine rehnedilen varlık ve hakların paraya çevrilmesi dahil ihraca dayanak oluşturan önemli işlemlerin gerçekleştirilmesi bağımsız yönetim kurulu üyesi veya üyelerinin alınacak kararda olumlu oy vermesine bağlı tutulmaktadır.

Kira Sertifikaları Tebliği'nde VKŞ'lerin yapabilecekleri harcamalar da ayrıca düzenlenmektedir. Madde 13/8 uyarınca; VKŞ, yalnızca kira sertifikası ihracı, ihraca dayanak işlemlerin gerçekleştirilmesi ve mevzuat uyarınca faaliyetinin devamı kapsamında katlanılması gereken harcamaları yapabilir. Bu kapsamda VKŞ tarafından yapılacak harcamaların emsallerine uygun olması gerekmektedir. Yapılacak bu harcamalarda sorumluluğun VKŞ yönetim kuruluna ait olduğu da açıkça hüküm altına alınmaktadır. Böylece keyfi harcamaların yapılmasının önüne geçilmesi amaçlanmıştır.

VKŞ'nin tasfiyesi ve bu durumda uygulanacak tedbirler de SPK tarafından özel olarak belirlenmektedir. Kira Sertifikaları Tebliği madde 14'te yer verilen düzenlemeler uyarınca; VKŞ'nin hukuka aykırı faaliyet veya işlemlerinin tespit edilmesi, VKŞ'nin mali durumunun bozulduğunun kamuya açıklanan finansal tablolar üzerinden tespit edilmesi ve VKŞ'nin iflas veya tedrici tasfiyesine karar verilmesi hallerinden birinin ortaya çıkması durumunda SPK'ya, SerPK kapsamında tedbir alma yetkisi tanınmaktadır.³⁷³

SPK tarafından alınabilecek tedbirler kapsamında, VKŞ'nin tedrici tasfiyesine karar verilmesi durumunda yatırım kuruluşlarının tedrici tasfiyesine ilişkin hükümlerin, VKŞ'lere kıyasen uygulanacağı belirtilmektedir.

SerPK kapsamında tedrici tasfiye durumunda; yatırım kuruluşlarının sermaye piyasası faaliyetinden kaynaklanan nakit ödeme veya sermaye piyasası araçları teslim yükümlülüklerini yerine getiremediğinin veya kısa sürede yerine getiremeyeceğinin tespit edilmesi hâlinde, SPK tasfiye kararı almaya yetkilidir. Bu durumda ilgili kuruluşun her türlü mal ve haklarının yönetimi Yatırımcı Tazmin Merkezi'ne devredilmektedir. Dolayısı ile VKŞ'lerin yatırımcılara yapmakla yükümlü olduğu geri ödemeleri yapamaması söz konusu olduğunda SPK, VKŞ hakkında tedrici tasfiye kararı alarak Yatırımcı Tazmin Merkezi'ne devredebilecektir.

³⁷³ Tebliğ'de sayılan hallerde SPK tarafından alınabilecek tedbirler SerPK 96, 97 ve 98. maddelerinde düzenlenmektedir.

VKŞ'nin esas sözleşmesinin onayından itibaren bir yıl içerisinde ihraç başvurusunda bulunmaması halinde infisahı ve yukarıdaki paragrafta açıklanan tedrici tasfiyesi dışında genel kurul kararı ile de sona ermesi de mümkündür. Ancak, her bir tertip kira sertifikası ihracına ilişkin varlık ve haklar gerektiğinde satılmak suretiyle ilgili kira sertifikası sahiplerine ödenmeden, VKŞ'nin isteğe bağlı olarak tasfiye edilemeyeceği hüküm altına alınmaktadır. Böylece kira sertifikası yatırımcılarının ödemelerini almaları ve VKŞ'nin tasfiyesinden zarar görmeleri önlenmek istenmektedir.

Yatırımcılar lehine yapılan bir başka düzenleme ise, VKŞ'nin yatırımcı raporu hazırlamasına ilişkindir. Kira sertifikası ihraçlarında, ihraca dayanak varlık ve haklara ilişkin tahakkuk eden gelirler, bu varlık ve haklardan yapılan tahsilatlar ve kira sertifikası sahiplerine yapılan ödemeleri içeren yatırımcı raporu, söz konusu kira sertifikası itfa edilene kadar üçer aylık hesap dönemleri itibarıyla VKŞ yönetim kurulu tarafından düzenlenmesi zorunlu tutulmaktadır. VKŞ tarafından hazırlanan rapor, halka arz edilerek yapılan ihraçlarda KAP'ta, halka arz edilmeksizin gerçekleştirilen ihraçlarda ise SPK ve yatırımcılara iletilmektedir. Ayrıca, herhangi bir sınırlama getirilmeksizin hem VKŞ'lerin hem de fon kullanıcıların tüm faaliyet ve işlemlerinin SPK denetimine tabi olduğu hüküm altına alınmıştır. Böylece kira sertifikası sahiplerinin hem düzenli olarak bilgilendirilmesi hem de haklarının korunmasının amaçlandığı görülmektedir.

d. Kira Sertifikası İhracı

Kira sertifikaları halka arz edilerek ya da halka arz edilmeksizin tahsisli ve nitelikli yatırımcıya satılabilmektedir. Sermaye piyasası araçlarının satış şekilleri II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği³⁷⁴ ile düzenlenmektedir. Hukuki niteliği bakımından bir menkul kıymet olarak sermaye piyasası aracı niteliğinde olan kira sertifikalarının da ihracı bu Tebliğ'e tabidir.

Satış Tebliği³⁷⁵ madde 13 uyarınca, kira sertifikalarının halka arzında talep toplama yoluyla satış, talep toplamaksızın satış veya borsada satış yöntemi kullanılabilir.

Talep toplama yoluyla satış yöntemi, yatırımcıların halka arz edilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin taleplerinin toplanarak bu taleplerin önceden belirlenmiş usul ve esaslar çerçevesinde karşılanan kısmına ilişkin satıştır ve dağıtım sadece talepte bulunanlar arasında yapılmaktadır. Satış Tebliği madde 14 uyarınca, bu yöntem; sabit fiyatla talep toplama, fiyat

³⁷⁵ 28 Haziran 2013 tarih ve 28691 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/06/20130628-16.htm>, 2 Kasım 2017.

teklifi alarak talep toplama ve fiyat aralığı ile talep toplama olmak üzere üç şekilde gerçekleştirilebilmektedir. Sabit fiyatla talep toplama dışında kalan fiyat teklifi alarak talep toplama ve fiyat aralığı ile talep toplama yöntemlerinin kira sertifikası ihracı için uygun olmadığı değerlendirilmektedir.³⁷⁶

Talep toplamaksızın satış yöntemi, payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıklardan, SPK tarafından nitelikleri belirlenmiş ortaklıklar dışında kalanların paylarının kendileri ya da yetkili kuruluşlar vasıtasıyla belirli bir fiyattan halka arz edilmek suretiyle satış olarak ifade edilmektedir. Dolayısı ile bu yöntem, sadece pay satışına özgü olduğu için kira sertifikalarının halka arzında uygulanamayacaktır.

Kira sertifikalarının halka arzında talep toplama yöntemi dışında borsada satış yöntemi de tercih edilebilecektir. Borsada satış yöntemi, sermaye piyasası araçlarının borsa düzenlemeleri çerçevesinde borsada satışını ifade etmektedir. Satış Tebliği'nde açıkça ifade edilmese de, sermaye piyasası araçlarının borsaya kotasyonundan önce de SPK'dan ihraç için onay alınması gerekmektedir.³⁷⁷ Satış Tebliği uyarınca, borsada satış yönteminin esasları borsa tarafından belirlemektedir ve borsa tarafından birden fazla satış yönteminin belirlenmiş olması durumunda, ihraççı ve/veya halka arz eden tarafından seçilen yöntemle göre satış gerçekleştirilebilmektedir.

Kira sertifikalarının halka arz edilmeksizin satılması durumunda bu satış nitelikli yatırımcıya satış ve tahsisli satış olarak gerçekleştirilebilmektedir.

Tahsisli satış belli kişilere sermaye piyasası araçlarının tahsis edilmesidir.³⁷⁸ Satış Tebliği'nde, sermaye piyasası araçlarının doğrudan yurt dışında ve/veya yurt içinde yerleşik kişilere borsa dışında tahsisli olarak ya da borsada toptan satış olarak tanımlanmaktadır.

Yine Tebliğ'de, tahsisli satılan sermaye piyasası araçlarının borsada işlem görmemesinin ve tahsisli olarak satılan sermaye piyasası araçlarını belirli bir anda elinde bulunduran yatırımcıların sayısının 150'yi geçmemesinin esas olduğu hükme bağlanmaktadır. Aksi durumda, 150'nin aşıldığı MKK tarafından derhal ihraççıya ve SPK'ya bildirilir ve ihraççının, kendisine yapılan bildirim tarihinden itibaren 20 iş günü içerisinde hazırlayacağı izahnamenin onaylanması amacıyla SPK'ya ve söz konusu sermaye piyasası aracının borsada işlem görmesi amacıyla borsaya başvurması gerekmektedir.

³⁷⁶ Kulak, **a.g.e.**, s. 74.

³⁷⁷ Ayoğlu, **a.g.e.**, s. 156.

³⁷⁸ Adıgüzel, **a.g.e.**, s. 43.

Nitelikli yatırımcıya satış ise, SPK'nın yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan profesyonel³⁷⁹ müşterilere yapılacak çağrı ile sermaye piyasası araçlarının satışlarıdır.³⁸⁰

Tahsisli satış yönteminden farklı olarak, Satış Tebliği'nde, nitelikli yatırımcılara satılmak üzere ihraç edilen sermaye piyasası araçları, borsa düzenlemeleri çerçevesinde yalnızca nitelikli yatırımcılar arasında alınıp satılmak üzere borsada işlem görebileceği öngörülmektedir. Ayrıca, sermaye piyasası araçlarının nitelikli yatırımcılara satışında, yatırımcı sayısı yönünden bir kısıtlama uygulanmamaktadır.

Kira sertifikalarının halka arz edilmesi durumunda hazırlanacak izahnamenin, halka arz edilmeksizin satılması durumunda ise ihraç belgesinin satışa başlanmadan önce SPK tarafından onaylanmış olması gerekmektedir.

Satış Tebliği'nde yer alan düzenlemeler uyarınca, kira sertifikası ihraçlarında halka arz yolu ile satış yapılması durumunda, halka arza en erken, izahnamenin ve fiyat tespit raporunun yayımlanmasını takip eden üçüncü gün; halka arz edilmeksizin satılması durumunda, düzenlenen ihraç belgesinin ya da varsa tertip ihraç belgesinin ilan edildiği tarihi takip eden iş gününde başlanabilmektedir.

İzahname ve ihraç belgesinin ilanına ilişkin düzenlemeler İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği³⁸¹'nde yer almaktadır. Buna göre; izahname ve ihraç belgesinin onaylanmasına karar verilen tarihi takip eden yirmi iş günü içerisinde teslim alınması ve teslim alınmasını takiben on beş iş günü içerisinde ihraççının internet sitesinde, ihraççının KAP üyeliğinin bulunması durumunda KAP'ta ve varsa yetkili kuruluşun internet sitesinde ilan edilmesi gerekmektedir.

Son olarak, Kira Sertifikaları Tebliği ile, yurtiçinde ihraç edilecek kira sertifikalarının MKK nezdinde kayden ihracı ve kira sertifikalarına ilişkin hakların hak sahibi bazında izlenmesi zorunlu tutulmaktadır. İhracın yurt dışında gerçekleştirilmesi durumunda da, SPK tarafından muafiyet verilmediği sürece, kira sertifikalarının MKK nezdinde kayden ihraç edilip izlenmesi gerekmektedir; ancak hak sahibi ismine hesap açılmasına gerek olmaksızın toplu bir şekilde izlenmesi mümkündür. Bununla birlikte; borçlanma araçlarının yurt dışında ihraç edilmesi durumunda MKK'da kayden izlenmesi zorunluluğunun 18 Şubat 2017 tarihinde Borçlanma

³⁷⁹ Satış Tebliği'nde yer alan tanım uyarınca, nitelikli yatırımcılar; SPK düzenlemelerinde tanımlanan ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler de dahil olmak üzere profesyonel müşteriler olarak ifade edilmektedir.

³⁸⁰ A.e., s. 45.

³⁸¹ 22 Haziran 2013 tarih ve 28685 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/06/20130622-7.htm>, 7 Kasım 2017.

Araçlarına İlişkin Tebliği’de değişiklik yapılarak kaldırıldığını ve sadece ihraççılara bildirim yükümlülüğü getirildiğini görmekteyiz³⁸².

Borçlanma araçlarına ilişkin düzenlemelere paralel olarak, yurt dışında yapılacak kira sertifikası ihraçları bakımından da MKK’da kayden izlenme zorunluluğunun kaldırılarak sadece bildirim yükümlülüğü getirilmesinin pratik açıdan faydalı olacağı kanaatindeyiz.

Kira sertifikalarının unsurları ve ihraç yöntemlerine ilişkin yukarıdaki satırlarda yer verilen analizimizi takiben tezimizin konusuna ilişkin olarak gayrimenkul projelerinin kira sertifikaları yolu ile ne şekilde finanse edilebileceği ve kira sertifikalarının türlerine aşağıdaki başlıkta detaylı olarak değinilecektir.

B. TÜRKİYE’DE VE DÜNYA’DA GAYRİMENKUL FİNANSMANI ÖRNEKLERİ İLE KİRA SERTİFİKASI TÜRLERİ VE ÖZELLİKLERİ

Türkiye’nin 2017 yılı ikinci çeyreğine ait inşaat sektörünün büyüme hızının %15,90 ve sektörün cari fiyatlarla GSYH’den aldığı payın %8,6 olduğu dikkate alındığında³⁸³ bu sektörün ülke ekonomisi bakımından ne denli önemli olduğu anlaşılmaktadır.

Özellikle son yıllarda ülkemizin ekonomik büyümesinde sürükleyici bir sektör görevi üstlenen inşaat sektörünün finansman kaynağı sadece ülkemizde değil dünyada özellikle gelişmekte olan ülkelerde de temel sorun olarak öne çıkabilmektedir.³⁸⁴ Zira gayrimenkul projelerinin finansman olanaklarının artırılarak finansman maliyetlerinin düşürülmesi artan ihtiyaçlar karşısında her zaman önemli olmaktadır. Bu nedenle büyüyen ekonomilerde çok uzun süreli ya da ticari bankalar için riskli olan yatırımların finanse edilebilmesi için yeni ve alternatif finansal araçlara ihtiyaç duyulmaktadır. Bu noktada, daha geniş bir yatırımcı tabanına ulaşılmasını sağlayan ve banka kredilerine kıyasla daha uzun vadeler ile daha düşük maliyetle borçlanılabilmesine olanak sağlayan sermaye piyasaları özellikle gelişmiş ülkelerde öne çıkmaktadır.³⁸⁵

³⁸² 18 Şubat 2017 tarih ve 29983 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Borçlanma Araçları Tebliği (II-31.1)’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (II-31.1a), (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2017/02/20170218-4.htm>, 2 Ocak 2018.

³⁸³ GYODER, Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2017 3. Çeyrek Raporu, S. 10, (çevrimiçi), http://www.gyoder.org.tr/img/mc-content/20171124151357_2583gyoder-gosterge-2017.pdf, 2 Ocak 2018.

³⁸⁴ OECD, Report for the G20 – Capital Market Instruments to Mobilize Institutional Investors to Infrastructure and SME Financing in Emerging Market Economies, (çevrimiçi), <https://www.oecd.org/g20/topics/development/WB-IMF-OECD-report-Capital-Markets-Instruments-for-Infrastructure-and-SME-Financing.pdf>, 2 Ocak 2018.

³⁸⁵ Meera Narayanaswamy, Charles Blitzler, Ana Carvajal, “The Importance of Local Capital Markets for Financing Development”, **IFC EMCompass**, 2017, (çevrimiçi), <https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/4155a5b3-c02a-4b70-9027->

Gayrimenkul projeleri temel olarak kişisel birikimler, işletmelerin öz kaynakları, şirket fonları ve banka kredileri vasıtası ile finanse edilmektedir.³⁸⁶ Finanse edilecek gayrimenkulün türüne göre de konut kredisi ya da proje finansmanı olarak ayrı kredi türleri bulunmaktadır.³⁸⁷

Gayrimenkullerin ekonomiye dahil edilerek finansman kaynaklarının çeşitlendirilmesi ülkemizde de son yıllarda ağırlıklı olarak tartışılan konulardan olup projelerin finansmanı için alternatif finansal araçlar üzerine de çalışılmaktadır.³⁸⁸ Özellikle, sigorta şirketleri ve bireysel emeklilik fonları gibi fon fazlası olan ve yükümlülüklerini uzun vadede gerçekleştirecek olan kurumsal yatırımcılar, yine uzun vadeli bir yatırım olan gayrimenkul yatırımlarına ilgi duymaktadır.³⁸⁹ Bu amaçla da ticari gayrimenkullere ve proje geliştirme faaliyetlerine ortaklık ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım gibi çeşitli yatırım amaçları ön plana çıkmaktadır.

Küçük ve orta ölçekli gayrimenkul projelerinin sermaye piyasası araçları ile finansmanı organize borsalara kotasyon belli bir maliyet içerdiğinden her zaman ekonomik olmayabileceğinden tezgah üstü piyasalarda işlemler yapılabilmektedir.³⁹⁰

Sermaye piyasası araçları ile konvansiyonel banka kredileri ile gayrimenkul projelerinin finansmanı arasındaki farklar özetle şöyledir³⁹¹:

- Sermaye piyasası araçları daha uzun vadeli ve daha düşük maliyetlidir. Konvansiyonel bankacılıkta kısa vadeli ve teminata dayalı yüksek vadeli bir finansman söz konusudur.
- Sermaye piyasalarında müşterinin tercihleri ve projenin türüne göre uygun finansman sağlanması için finansal araçlar tasarlanabilmekte iken bankalar proje yerine şirketin bilanço yapısını değerlendirmektedir. Böylece şirketler bilançolarına istinaden sağlayamayacakları yükseklikteki fonları proje gelirlerini teminat göstererek sermaye piyasalarında sağlayabilmektedirler.

[82c78f452b12/EM+compass+Note+28+Capital+Markets+FINAL+1-26+FINAL2.pdf?MOD=AJPERES](http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/research/orhan-erdem.pdf?sfvrsn=0), 2 Ocak 2018.

³⁸⁶ Cem Berk, **Gayrimenkul Yatırımlarının Yönetimi**, İstanbul, Beta, 2012, s. 87.

³⁸⁷ Murat Bahadır Teker, **Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı**, Ankara, SPK, 1996, s. 6.

³⁸⁸ Orhan Erdem, **“Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları: Gelişen Altyapı ve Yeni Fırsatlar”**, Borsa İstanbul Araştırma Bölümü Sunumu, (çevrimiçi), <http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/research/orhan-erdem.pdf?sfvrsn=0>, 2 Ocak 2018.

³⁸⁹ Berk, **a.g.e.**, s. 1.

³⁹⁰ Teker, **a.g.e.**, s. 7.

³⁹¹ Aktif Bank, **“Gayrimenkul Sektörü için Yeni Nesil Finans Araçları”**, Mayıs 2013, (çevrimiçi), http://www.gyoder.org.tr/img/mc-content/20131025133044_2641dronderhalisdemir.pdf, 2 Ocak 2018.

- Bankalar için öngörülen sermaye yeterliliğine ilişkin yasal düzenlemeler sebebi ile devamlı büyüyen inşaat sektörünün finansman ihtiyacı için ayrılacak fonlar azalmaktadır ve alternatif yöntemler önem kazanmaktadır.

Yukarıdaki açıklamalar ışığında, nitekim GYODER tarafından hazırlanan sektör raporunda da gayrimenkul projelerinin finansman kaynaklarının artırılması ve özellikle sermaye piyasaları açısından gayrimenkule dayalı menkul kıymetler çıkarabilmesi için yasal düzenlemelerin güncellenerek geliştirilmesi sektör için verilen öneriler arasında öne çıkmaktadır.³⁹²

Gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılabilecek sermaye piyasası araçları ve kurumları; kira sertifikaları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım fonları, gayrimenkul sertifikaları ve varlığa dayalı menkul kıymetlerdir.

Tezimizin esas konusu kira sertifikaları yolu ile gayrimenkul projelerinin finansmanı olduğundan öncelikle kira sertifikası türleri ve finanse edilen gayrimenkul projeleri incelenecek daha sonra diğer sermaye piyasası araçları ile kira sertifikaları karşılaştırılacaktır.

1. Sahipliğe Dayalı Kira Sertifikaları

a. Tanım

Sahipliğe dayalı kira sertifikaları, sukuk türlerinden icara sukukun ülkemiz düzenlemelerindeki karşılığıdır.³⁹³ Kira Sertifikaları Tebliği madde 5'te *"kaynak kuruluşu veya üçüncü kişilere kiralanmak veya VKŞ adına yönetilmek üzere VKŞ tarafından kaynak kuruluştan devralınacak varlık ve hakların finansmanını sağlamak için ihraç edilen kira sertifikaları"* olarak tanımlanmaktadır.

İcara sukuk türünün genel uygulamasından farklı olarak, sahipliğe dayalı kira sertifikalarında VKŞ tarafından devralınan varlık ve haklar üçüncü kişilere kiralanabilmekte ya da VKŞ adına yönetilebilmektedir. Oysaki, icara sukuk uygulamasında bu varlık ve hakların sadece kaynak kuruluşu kiralanabileceği kabul edilmektedir.³⁹⁴

b. İhraç Süreci

Sahipliğe dayalı kira sertifikası ihracında temel aşamalar; dayanak varlığın VKŞ'ye devredilmesi, kira sertifikası ihracının gerçekleştirilmesi, dayanak varlığın kaynak kuruluşu ya da bir üçüncü kişiye VKŞ tarafından geri kiralanması ya da VKŞ adına yönetilmesi, VKŞ'ye

³⁹² GYODER, **2017 3. Çeyrek Raporu**, s. 6.

³⁹³ Söyler, **a.g.e.**, s. 66.

³⁹⁴ Kulak, **a.g.e.**, s. 80, Tok, **a.g.e.**, s. 11.

yapılan periyodik ödemelerin kira sertifikası sahiplerine aktarılması ve son olarak da kira sertifikalarının itfa edilmesi olarak sıralanabilir.

(1) Dayanak Varlık ya da Hakkın VKŞ'ye Devredilmesi

Sahipliğe dayalı kira sertifikalarında, icara sukuk türünde olduğu gibi, dayanak varlık ya da hakkın VKŞ'ye gerçekten devredilmesi zorunludur. Bu yükümlülüğün yerine getirilmesinin sağlanması için Kira Sertifikaları Tebliği'nde, dayanak varlık veya hakkın sahipliğinin VKŞ'ye devredilmesi için kaynak kuruluş ve VKŞ arasında bir sözleşme imzalanması zorunlu tutulmaktadır.

Her ne kadar düzenlemede sahipliğin devrine ilişkin imzalanacak olan sözleşme için özel bir şekil şartı öngörülmemiş olsa da, devredilecek varlık veya hakkın devrinin özel şekil şartına tabi olması durumunda bu şekil şartına uyulması gerekliliği açıkça ifade edilmektedir. Dolayısı ile, taşınmazların devrinde MK madde 705 hükmü uyarınca resmi şekilde tapu siciline tescil şartına uyulması; alacak devrinde ise TBK madde 184'te yer alan yazılı şekil şartına uygun devir yapılması gerekmektedir. Bunun dışında, ihraca dayanak varlığın gayrimenkul olması durumunda ve kaynak kuruluşun talep etmesi halinde geri alım hakkının tapu kütüğüne şerh edilmesi zorunlu tutulmaktadır.

İmzalanacak olan sözleşmenin konusu kaynak kuruluşun mülkiyet hakkına sahip olduğu bir varlığın ya da kaynak kuruluşu ait bir hakkın VKŞ'ye mülkiyetinin devredilmesidir.

Kira Sertifikaları Tebliği madde 5/2 (c) hükmünde kaynak kuruluşun temerrüdü halinde, VKŞ'nin varlık ya da haklar üzerinde doğrudan tasarruf yetkisini haiz olması gerektiği belirtilmektedir. Ancak, sahipliğe dayalı kira sertifikalarında, diğer kira sertifikası türlerinden farklı olarak, dayanak varlık ve hak VKŞ tarafından devralınacağından, VKŞ'nin bunlar üzerinde mülkiyet hakkı sebebi ile tasarruf yetkisi olacaktır. Belirtilen düzenlemenin sadece açıklayıcı olduğu kanaatindeyiz.

Son olarak, sözleşmeye konu olan varlık veya hakkın üzerinde kira sertifikası sahiplerinin menfaatine aykırı olarak üçüncü kişiler lehine tesis edilmiş bir ayni hak ile haciz ya da tedbir bulunmaması gerekmektedir. Üzerinde herhangi bir ayni hak ya da haciz bulunan malvarlıklarının, sahipliğe dayalı kira sertifikası ihracına dayanak teşkil edebilmesi mevzuattaki açık düzenleme sebebi ile mümkün değildir.

(2) İhracın Gerçekleştirilmesi

VKŞ tarafından Kira Sertifikası Tebliği'nde belirtilen eklerle birlikte SPK'ya başvurulması ve halka arz edilerek yapılacak ihraçlarda izahnamenin; halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek ihraçlarda ise ihraç belgesinin SPK tarafından onaylanması gerekmektedir.

Kira Sertifikaları Tebliği madde 11/1, sahipliğe dayalı kira sertifikası ihraçlarında, SPK'ya başvurulmadan önce dayanak varlık veya hakkın VKŞ'ye devri ve VKŞ'den kaynak kuruluş veya üçüncü kişilere devri halinde değerlendirme şirketleri tarafından bir rapor hazırlanmasını zorunlu tutmaktadır. Düzenlemede her ne kadar dayanak varlık veya hakkın VKŞ'den kaynak kuruluş veya üçüncü kişilere devrinden bahsedilse, buradaki devir ifadesi ile kast edilenin kiralınması ya da yönetilmek üzere devri olduğu kanaatindeyiz.

Kira Sertifikaları Tebliği sahipliğe dayalı kira sertifikalarının ihraç tutarına ilişkin özel bir sınırlama içermektedir. Madde 5/3 uyarınca, ihraç tutarının, dayanak varlık veya hakkın VKŞ'ye devri halinde hazırlanacak olan değerlendirme raporunda tespit edilen gerçeğe uygun değer %90'ını aşması mümkün değildir.

VKŞ tarafından ihraçtan elde edilecek gelir, dayanak varlık veya hakkın kaynak kuruluştan devralınması için kullanılacaktır.

(3) Dayanak Varlık veya Hakkın VKŞ Tarafından Kiralanması veya VKŞ Adına Yönetilmesi

Özellikle kira sertifikası ihraç ederek fon toplamak isteyen kaynak kuruluşun tercihine göre bu aşamada işlemler yapılandırılacaktır.

Kaynak kuruluş eğer ki halihazırda kullanmakta olduğu fabrika gibi bir gayrimenkulünü ihraca dayanak olarak kullandıysa, bu fabrikasında ihraçtan sonra da üretim yapmayı isteyecektir. Bu gibi durumlarda ihraca dayanak fabrika, VKŞ tarafından kaynak kuruluşa geri kiralanmaktadır ve VKŞ ile kaynak kuruluş arasında bir kira sözleşmesi imzalanmaktadır. Kira sözleşmesi kapsamında kaynak kuruluş belirlenen kira bedellerini ödemekle; VKŞ ise kiralanan malı kullandırmakla yükümlü olmaktadır.³⁹⁵

Dayanak varlığın kaynak kuruluş dışında üçüncü kişilere kiralanması da mümkündür. Bu senaryoda, aynı yükümlülüklerle tabi olacak şekilde üçüncü kişi ile VKŞ arasında kira sözleşmesi imzalanacaktır. Periyodik ödemeler kiracı olan üçüncü kişi tarafından VKŞ'ye yapılacaktır.

Dayanak varlık ya da hakkın kiralanması yerine VKŞ adına VKŞ tarafından ya da bir üçüncü kişi tarafından da yönetilmesi mümkündür. VKŞ kendisi yönetirse ayrıca bir sözleşme imzalanması gündeme gelmeyecektir ama VKŞ yönetim işi için kaynak kuruluş veya üçüncü bir kişi ile yönetim sözleşmesi imzalayarak yönetim işini bir başkasına devredebilmektedir. Bu durumda kira bedelleri yerine bu varlık veya hakların yönetilmesinden elde edilen gelir VKŞ tarafından sertifika sahiplerine aktarılacaktır.

³⁹⁵ Nevzat Koç, "6098 Sayılı Türk Borçlar Kanununda Kira Sözleşmesine İlişkin Olarak Yapılan Yeni Düzenlemelerin Genel Değerlendirilmesi", **İstanbul Medipol Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 1, S. 1, Bahar 2014, s. 10.

(4) Gelirlerin Kira Sertifikası Sahiplerine Aktarılması ve Sertifikaların İtfası

İmzalanan sözleşmeler sonucunda dayanak varlık ya da hakkın kiralanması sebebi ile elde edilen periyodik kira gelirleri ile bu varlık veya hakkın VKŞ adına yönetilmesi sonucunda elde edilen gelirler sukuk yatırımcılarına dönemsel gelir olarak ödenmektedir.

Kira sertifikalarının itfa esasları, izahnamede veya halka arz edilmeksizin satış yapılması durumunda düzenlenen sözleşmelerde belirlenir. Belirlenen itfa planına ve imzalanan sözleşmelere göre kaynak kuruluş ya da üçüncü bir kişi itfa tarihinde dayanak varlık ya da hakkı VKŞ'den devralır. Kaynak kuruluş tarafından devir karşılığında ödenen bedel, VKŞ tarafından sertifika sahiplerine dağıtılır.³⁹⁶

c. Gayrimenkul Projesi Finansmanı için İhraç Edilen Sahipliğe Dayalı Kira Sertifikası ve İcra Sukuk İhracı Örneği

Sahipliğe dayalı kira sertifikasının uluslararası literatürdeki karşılığı olan icra sukuk ile finanse edilen önemli gayrimenkul projelerinden biri BAE'deki Dubai Uluslararası Havaalanı'dır. Dubai Uluslararası Havaalanı'nın ikinci fazının önemli bir kısmının finansmanı için 2004 yılında 750 milyon Amerikan Doları değerinde icra sukuk ihraç edilmiştir.³⁹⁷

Modelin uygulama adımları aşağıdaki şekildedir:³⁹⁸

1. Dubai Hükümeti sahibi olduğu havaalanı varlıklarını Dubai Global Sukuk Serbest Bölge Şirketi'ne satmıştır.
2. Dubai Global Sukuk Serbest Bölge Şirketi ihracı gerçekleştirmiştir. İhraç edilen sukuk sertifikalarının her biri dayanak varlıklarda belli bir oranı temsil etmektedir.
3. İhraç bedeli Dubai Hükümeti'ne ihraca dayanak varlıkların alım bedeli olarak ödenmiştir.
4. Dubai Hükümeti ihraçtan toplanan bu parayı havaalanı genişleme projesinin finansmanında kullanmıştır.
5. Havaalanı varlıkları Dubai Hükümeti'ne kiralanmıştır.
6. Kira bedelleri Dubai Hükümeti tarafından, Dubai Global Sukuk Serbest Bölge Şirketi'ne ödenmiştir.

³⁹⁶ Tekin, a.g.e., s. 168.

³⁹⁷ Eudore Chand, "Investors invited to buy into Dubai Airport Sukuk", (çevrimiçi), <http://www.arabianbusiness.com/investors-invited-buy-into-dubai-airport-sukuk-142580.html>, 4 Ocak 2018.

³⁹⁸ Ünal Battal, Akansel Yalçınkaya, "İslami Finansman ve Havaalanı Yatırımlarının Faizsiz Finansman Araçları ile Finansmanı", **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, C. 50, S. 575, 2013, s. 53-54 ve Brian Kettell, "\$US 1 billion Dubai Global Sukuk", (çevrimiçi), <http://www.kantakji.com/media/7143/90011.pdf>, 4 Ocak 2018.

7. Dubai Global Sukuk Serbest Bölge Şirketi tarafından kira bedelleri sertifika sahiplerine aktarılmıştır.
8. Dubai Hükümeti itfa tarihinde dayanak varlıkların geri alınması için sözleşme imzalamıştır.
9. İtfa tarihinde havaalanı varlıkları Dubai Global Sukuk Serbest Bölge Şirketi'nden satın alınacak ve satım bedeli sukuk yatırımlarına aktarılacaktır.

2. Yönetim Sözleşmesine Dayalı Kira Sertifikaları

a. Tanım

Yönetime sözleşmesine dayalı kira sertifikaları, Kira Sertifikaları Tebliği madde 6'da; *"kaynak kuruluşa ait varlık veya hakların vade boyunca kiralanması da dahil olmak üzere VKŞ lehine yönetilmesi neticesinde elde edilen gelirlerin sözleşme hükümleri çerçevesinde VKŞ'ye aktarılması amacıyla ihraç edilen kira sertifikaları"* olarak tanımlanmaktadır.

Tanımdan da anlaşıldığı üzere, sahipliğe dayalı kira sertifikalarından farklı olarak bu kira sertifikası türünde dayanak varlık ya da hakların mülkiyetinin VKŞ'ye devredilmesine gerek yoktur. Bu varlık veya hakların yönetiminden gelir elde edilmesi söz konusudur.

b. İhraç Süreci

Yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikası ihracında temel aşamalar; dayanak varlık veya hakkın VKŞ lehine yönetilmesini konu alan bir yönetim sözleşmesinin imzalanması, kira sertifikası ihracının gerçekleştirilmesi, dayanak varlık ya da hakkın VKŞ adına yönetilmesi, VKŞ'ye yapılan periyodik ödemelerin kira sertifikası sahiplerine aktarılması ve son olarak da kira sertifikalarının itfa edilmesi olarak sıralanabilir.

(1) Dayanak Varlık veya Hakkın Yönetimine İlişkin Sözleşme İmzalanması

Yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikası, uluslararası literatürde icara sukuk türlerinden biri olarak anılan intifa hakkına dayalı icara sukuk uygulamasına karşılık gelmektedir.³⁹⁹

Mülkiyet hakkına çok yakın yetkiler sağlayan intifa hakkı, sahibine bir malı kullanma ve ondan yararlanma hakkı vermektedir.⁴⁰⁰ Böylece, intifa hakkı sahibi olarak SPV, dayanak varlıklardan geniş bir şekilde yararlanma yetkisine sahip olmaktadır.

Gölcüklü, Türk hukuku düzenlemelerinde intifa hakkına dayanan kira sertifikası ifadesinin bilinçli olarak tercih edilmediği, aksi durumda bu sertifika türünde MK madde 794 vd.

³⁹⁹ Gölcüklü, **a.g.e.**, s. 13.

⁴⁰⁰ M. Kemal Oğuzman/ Nami Barlas, **Medeni Hukuk**, 20. bs., İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2014, s. 143.

hükümlerine tabi olarak belli kısıtlamaların söz konusu olacağını ve dolayısıyla, bu tercih ile yönetim sözleşmesine esneklik sağladığı kanaatinde olduğunu belirtmektedir.⁴⁰¹

Yönetim sözleşmesi, Öz tarafından, “*yönetici tarafın işletme sahibi tarafa ait bir işletmeyi bir ivaz karşılığı olmak üzere kısmen veya tamamen yönetmeyi üstlendiği sözleşme*” olarak tanımlanmaktadır.⁴⁰² Buna göre, yönetici işletmenin alanında faaliyette bulunan kişi olarak işletmenin istenilen düzeyde faaliyetlerini yerine getirmesini sağlamayı amaçlamaktadır. Sözleşmenin karşı tarafı olan işletme sahibi ise, iş görme ediminden bedel karşılığı yararlanmaktadır.⁴⁰³

Mevzuatımızda yer alan düzenlemeler uyarınca, yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikası türünde, kaynak kuruluş kendi mülkiyetinde bulunan dayanak varlık ve hakları VKŞ lehine yönetmektedir. Dolayısı ile Öz tarafından yapılan tanım dikkate alındığında, yönetici olarak kaynak kuruluşun, bu varlık ve haklardan kendi bilgi birikimi ve tecrübesine dayanarak kazanç elde etmeyi amaçladığını söyleyebiliriz.

Kaynak kuruluş ve VKŞ arasında dayanak varlık veya hakların yönetimini ve VKŞ’nin elde edeceği gelir veya bu gelirin hesaplanmasına ilişkin esasları içeren bir sözleşme düzenlenmesi zorunlu tutulmaktadır. Kira Sertifikaları Tebliği madde 6 sözleşmenin içeriğinden bahsetmekle birlikte herhangi bir şekil şartı öngörmemektedir. Ancak ihraca onay alınması amacı ile taraflar arasındaki sözleşmenin de SPK’ya sunulması gerekliliği dikkate alındığında, sözleşmenin yazılı yapılmasının yerinde olacağı kanaatindeyiz.

(2) İhracın Gerçekleştirilmesi

VKŞ tarafından Kira Sertifikası Tebliği’nde belirtilen eklerle birlikte SPK’ya başvurulması ve halka arz edilerek yapılacak ihraçlarda izahnamenin; halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek ihraçlarda ise ihraç belgesinin SPK tarafından onaylanması gerekmektedir.

Diğer kira sertifikası türlerinden farklı olarak, Kira Sertifikası Tebliği’nde yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikası ihracı için herhangi bir değerlendirme yaptırılması zorunluluğu öngörülmemektedir.

(3) Dayanak Varlık veya Hakkın VKŞ Lehine Yönetilmesi

Kaynak kuruluşa ait olan tek bir varlık ya da hakkın veya çeşitli varlıklar ve haklardan oluşan bir malvarlığı havuzunun, vade boyunca VKŞ lehine yönetilmesi gerekmektedir. Varlık veya hakların yönetilmesi ile kast edilenin, bu dayanak varlık ya da haklardan gelir elde

⁴⁰¹ Gölcüklü, **a.g.e.**, s. 13.

⁴⁰² Turgut Öz, **Yönetim (Management) Sözleşmesi**, İstanbul, Kazancı Kitap, 1997, s. 3.

⁴⁰³ **A.e.**, s. 13.

edilmesi amacı ile kiralanması gibi çeşitli hukuki işlem ve ilişkilere konu yapılması olduğunu düşünmekteyiz.

Kira Sertifikaları Tebliği madde 6 hükmü dikkate alındığında, kaynak kuruluşa ait varlık veya hakların ihraç öncesinde veya ihraçla birlikte eş zamanlı olarak oluşmuş olması gerektiği anlaşılmaktadır. Bu nedenle, İslami prensiplere de uygun olarak, ileride tamamlanacak ya da satın alınacak olan varlık ve/veya hakları portföye dahil edilebilmesi mümkün değildir.

Kira Sertifikaları Tebliği'nde yönetimin kimin tarafından yapılacağı açıkça belirtilmemektedir. VKŞ ve fon kullanıcısının tercihi göre işlemin yapılandırılabilmesi kanaatindeyiz.

c. Gayrimenkul Projesi Finansmanı için İhraç Edilen Yönetim Sözleşmesine Dayalı Kira Sertifikası İhracı Örneği

Halk Varlık Kiralama Anonim Şirketi tarafından Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi'nin fon kullanıcısı olduğu 100.000.000 TL tutarında kira sertifikası ihracı yurtiçinde halka arz edilmeksizin satılmak üzere SPK tarafından 14 Aralık 2017 tarihinde onaylanarak ihraç edilmiştir.⁴⁰⁴

Söz konusu ihraç, Türkiye'de ilk defa bir gayrimenkul yatırım ortaklığı tarafından gerçekleştirilen kira sertifikası ihracı olması bakımından önemlidir.⁴⁰⁵

Halk Varlık Kiralama Anonim Şirketi ve Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi arasında imzalanan işlem dokümanları çerçevesinde, ihraç neticesinde elde edilecek olan fonun, fon kullanıcısı olarak Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi tarafından mevcut veya ileride tamamlanacak olan gayrimenkul projelerinin finansmanı ya da ileride satın alınacak gayrimenkullerin finansmanında kullanılacağı ifade edilmektedir.⁴⁰⁶ İmzalanan Yönetim Sözleşmesi'nde spesifik olarak hangi gayrimenkul projesinin finansmanında kullanılacağı ifade edilmemiş olsa da, mevcut ya da gelecekte başlayacak olan gayrimenkul projelerinin finanse edileceği rahatlıkla anlaşılmaktadır. Finanse edilecek olan gayrimenkul projelerinin, kira sertifikası ihracına dayanak olan varlık veya hak portföyüne dahil olmadığına dikkat çekmek isteriz.

⁴⁰⁴ SPK tarafından onaylı ihraç belgesi için bkz., (çevrimiçi), http://www.halkyatirim.com.tr/PageGalleryFiles/Upload/20171214_Halk%20GYO_Halk%20VKS_1.Tertip_87%20Gun_Ihrac_SPK%20Onayi_1512171058.pdf, 6 Ocak 2018.Ş

⁴⁰⁵ "Halk GYO Türkiye'nin ilk GYO sukuk ihracını gerçekleştirdi", (çevrimiçi), <https://www.dunya.com/finans/haberler/halk-gyo-turkiyenin-ilk-gyo-sukuk-ihracini-gerceklestirdi-haberi-395150>, 6 Ocak 2018.

⁴⁰⁶ Halk Varlık Kiralama Anonim Şirketi ve Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi arasında imzalanan Yönetim Sözleşmesi.

Modelin uygulama adımları aşağıdaki şekildedir:

1. VKŞ tarafından yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikası ihracı gerçekleştirilmektedir ve kira sertifikaları bedel karşılığında yatırımcılara aktarılmaktadır.
2. VKŞ yatırımcılardan topladığı fonu Halk GYO'ya aktarmaktadır.
3. Halk GYO elde ettiği gelirleri gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanacaktır.
4. Portföy varlıkları vekil sıfatı ile Halk GYO tarafından yönetilecektir.
5. Portföyün yönetilmesi neticesinde elde edilecek olan gelir belirlenen dönemlerde VKŞ'ye aktarılacaktır.
6. VKŞ kendisine yapılan ödemeleri yatırımcılara aktararak sertifikaların getiri ödemesini yapacaktır.
7. Belirlenen itfa tarihinde, portföy itfa bedeli Halk GYO tarafından ödenmek sureti ile tasfiye edilecektir.

3. Alım-Satıma Dayalı Kira Sertifikaları

a. Tanım

Alım satıma dayalı kira sertifikaları, sukuk türlerinden murabaha sukukun ülkemiz düzenlemelerindeki karşılığıdır.⁴⁰⁷ Kira Sertifikaları Tebliği madde 7'de *"bir varlık veya hakkın VKŞ tarafından satın alınarak 12 nci maddenin birinci fıkrasında belirtilen nitelikteki şirketlere vadeli olarak satılması işleminde varlık veya hak alımının finansmanını sağlamak için ihraç edilen kira sertifikaları"* olarak tanımlanmaktadır.

Kısaca varlık alımının finansmanı için ihraç edilen kira sertifikası türü olan alım satıma dayalı kira sertifikalarında fon kullanıcısının sınırlandırıldığı görülmektedir. Düzenleme uyarınca, bu kira sertifikası türünde fon kullanıcıları, sadece Kira Sertifikaları Tebliği'ne göre VKŞ kurabilecek olan şirketlerdir. VKŞ tarafından alınan mal; bankalar, aracı kurumlar, ipotek finansmanı kuruluşları, borsaya kote GYO'lar, kurumsal yönetim düzenlemelerinde 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 ve sermayelerinin % 51 veya daha fazlası doğrudan Hazine Müsteşarlığı'na ait olan ortaklıklara satılabilecektir.

Dolayısı ile, alım satıma sayılı kira sertifikaları, belirlenenler dışında kalan şirketler için herhangi bir varlık ya da hakkın finansmanında kullanılabilecek bir yöntem değildir.

⁴⁰⁷ Tekin, **a.g.e.**, s. 169.

b. İhraç Süreci

Alım satıma dayalı kira sertifikası ihracında temel aşamalar; kira sertifikası ihracının gerçekleştirilmesi, talep edilen varlık ya da hakkın VKŞ tarafından satın alınması ve kullanması için zilyetliğin fon kullanıcısına devredilmesi, fon kullanıcısı tarafından sözleşme uyarınca belli vadelerde ödemelerin yapılması ve son olarak da VKŞ tarafından satın alınan varlık ya da hakkın mülkiyetinin fon kullanıcısına devri olarak sıralanabilir.

(1) İhracın Gerçekleştirilmesi

VKŞ tarafından Kira Sertifikası Tebliği'nde belirtilen eklerle birlikte SPK'ya başvurulması ve halka arz edilerek yapılacak ihraçlarda izahnamenin; halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek ihraçlarda ise ihraç belgesinin SPK tarafından onaylanması gerekmektedir.

Her ne kadar Kira Sertifikaları Tebliği'nde açıkça ifade edilmemiş olsa da, murabaha sukuk işleyişinde olduğu gibi, alım satıma dayalı kira sertifikalarında da ihraç başvurusundan önce fon kullanıcısı ve VKŞ arasında bir sözleşme imzalanması gerektiği kanaatindeyiz.⁴⁰⁸ Bu sözleşmede VKŞ tarafından satın alınacak olan malın gharara yol açmayacak şekilde detaylı özelliklerine, fon kullanıcısı tarafından yapılacak ödemelerin miktarı ve vadelerine yer verilmesi gerekmektedir.⁴⁰⁹

Aşağıda daha detaylı olarak açıklanacağı üzere, Kira Sertifikaları Tebliği ile alım satıma konu olabilecek varlıklar BIST veya diğer likit piyasalarda alınıp satılan varlık ve haklar ile sınırlandırıldığından; ihraçtan önce imzalanacak olan sözleşmenin geciktirici şarta bağlı bir sözleşme olduğu ifade edilmektedir.⁴¹⁰

Geciktirici şart; Oğuzman/ Öz tarafından; *“gelecekte gerçekleşmesi beklenen fakat gerçekleşip gerçekleşmeyeceği kuşkulu bir olay”* olarak tanımlanmaktadır.⁴¹¹ TBK madde 170 uyarınca da, bir sözleşmenin hüküm ifade etmesi, gerçekleşip gerçekleşmeyeceği bilinmeyen bir olguya bırakılmışsa, sözleşmenin geciktirici koşula bağlanmış olduğu ve aksi kararlaştırılmadıkça da, koşulun gerçekleştiği andan başlayarak hüküm ifade edeceği kabul edilmektedir. Dolayısı ile, VKŞ ve fon kullanıcısı arasında imzalanan sözleşme de ihraç tamamlanıp fon kullanıcısının talep ettiği varlık ya da hak VKŞ tarafından satın alındıktan sonra hüküm doğurmaya başlayacaktır.

⁴⁰⁸ Yılmaz, **a.g.e.**, s. 91.

⁴⁰⁹ Kulak, **a.g.e.**, s. 87.

⁴¹⁰ Kulak, **a.g.e.**, s. 86.

⁴¹¹ Kemal Oğuzman/ Turgut Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, C.1, 12. bs., İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2014, s. 175.

Yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikalarında olduğu gibi, Kira Sertifikası Tebliği'nde alım satıma dayalı kira sertifikası ihracı için de herhangi bir değerlendirme yaptırılması zorunluluğu öngörülmemektedir.

Son olarak, alım satıma dayalı kira sertifikası modeli, İslami finansın mudaraba işlemi neticesinde bir borç yaratmış olduğu için ikincil piyasada işlem görebilmesi mümkün değildir.⁴¹²

(2) Varlık veya Hakkın VKŞ Tarafından Satın Alınması

İhracın gerçekleştirilmesi ve yatırımcılardan fonun toplanmasını takiben, VKŞ tarafından ihraca konu varlık ya da hakkın spot piyasadan alınarak, alım bedelinin üzerinde bir bedelle vadeli olarak fon kullanıcısına satılması gerekmektedir.

Kira Sertifikaları Tebliğ madde 7/2'de, diğer kira sertifikası türlerinden farklı olarak ihraç tamamlandıktan sonra, yatırımcılar tarafından ödenen bedelin yatırımcılara iade edileceği bir durum öngörülmektedir. Buna göre, VKŞ en geç, ihraçtan elde edilen fonların hesabına aktarıldığı günü izleyen iş günü varlık veya hakları spot piyasadan alarak maliyetinin üzerinde bir bedelden vadeli olarak satmaz ise, ihraç karşılığında toplanan fonların, yatırımcılara en geç VKŞ hesabına aktarılmasını izleyen ikinci iş günü iade edilmesi gerekmektedir. Bu nedenle, en geç ihraçtan elde edilen fonların hesabına aktarıldığı günü izleyen iş günü VKŞ tarafından ihraç konusu varlık veya hakkın alınmış ve fon kullanıcısına maliyet ve onun üzerine eklenen bir kay payı ile vadeli olarak satılmış olması gerekmektedir.

Söz konusu varlık veya hakkın fon kullanıcısına devrini takiben, fon kullanıcısı, imzalanan sözleşme uyarınca vadesinde gereken ödemeleri yapmakla, VKŞ ise bu ödemeleri kira sertifikası sahiplerine aktarmakla yükümlüdür.

Taraflar arasındaki anlaşmaya göre, fon kullanıcısı tüm bedeli vadesinde taksitler halinde ödeyebilir ya da vadesinde taksitlerle kar payını ödeyip itfa tarihinde maliyet ödemesini yapabilir.

Alım satıma dayalı kira sertifikalarında, ihraç konusu varlık veya hakkın mülkiyetinin ödemeler tamamlandıktan sonra fon kullanıcısına geçirilmesi gerekmektedir.⁴¹³ Böyle bir mekanizma ile, Kira Sertifikası Tebliği düzenlemelerine de uygun olarak, fon kullanıcısının ödemeleri aksatması durumunda VKŞ'nin ihraca konu varlık ya da hakkı satarak kira sertifikası sahiplerinin yatırımlarının koruması sağlanmış olacaktır.

⁴¹² Saeed, Salah, **a.g.e.**, s. 50.

⁴¹³ Omar Salah, **Sukuk Structures: Legal Engineering Under Dutch Law**, Tilburg, Eleven International Publishing, 2014, s. 83

Alım satıma dayalı kira sertifikası modeli belli varlık ya da hakların belli fon kullanıcıları lehine finanse edilmesi için tasarlanan bir yapı olduğundan, doğrudan gayrimenkul projelerinin inşaatının finansmanı için uygun değildir.

4. Ortaklığa Dayalı Kira Sertifikaları

a. Tanım

Ortaklığa dayalı kira sertifikaları, sukuk türlerinden mudaraba ve muşaraka sukukun ülkemiz düzenlemelerindeki karşılığıdır.⁴¹⁴ Kira Sertifikaları Tebliği madde 8’de; “VKŞ’nin ortak girişime ortak olmak amacıyla ihraç ettiği kira sertifikaları” olarak tanımlanmaktadır.

Ortaklığa dayalı kira sertifikaları tanımında geçen ortak girişimin tanımına da Kira Sertifikaları Tebliği’nde yer verilmektedir. Buna göre; “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” olarak tanımlanmaktadır.

Ortaklığa dayalı kira sertifikası modelinde, VKŞ ve girişimci arasında imzalanacak ortaklık sözleşmesi kapsamında bir ortak girişim kurulmaktadır veya VKŞ var olan bir ortak girişime ortaklık sözleşmesi ile ortak olmaktadır.⁴¹⁵

Tebliğ düzenlemeleri uyarınca girişimci; ortak girişimin yönetilmesinden sorumludur. Girişimci, bir sermaye şirketi olabileceği gibi tacir niteliğini haiz gerçek veya tüzel kişilerin bir araya gelerek ve malvarlıklarını birleştirmek suretiyle yazılı bir sözleşmeye istinaden oluşturdukları adi ortaklık da olabilmektedir.

Uluslararası sukuk modelleri ile de uyumlu olarak, ortaklığa dayalı kira sertifikaları bizim mevzuatımızda da, münhasıran VKŞ’nin sermaye koyduğu ortak girişimlerin finanse edildiği ortaklığa dayalı kira sertifikası yani mudaraba sukuk ve VKŞ’nin nakdi sermaye, diğer ortakların ise kişisel emek veya ticari itibar haricinde sermaye koyduğu ortak girişimlerin finanse edildiği ortaklığa dayalı kira sertifikası yani muşaraka sukuk olarak ikiye ayrılmaktadır.

Ortaklığa dayalı kira sertifikası modeli ile VKŞ bir ortak girişime ortak olmakta ve kira sertifikası ihraç ederek topladığı fonlarla da ortak girişime sermaye koymaktadır. Kira sertifikası sahipleri de dolaylı olarak ortak girişime sermaye sağlamış olmakta ve projenin riskini de

⁴¹⁴ Halil İbrahim Alpaslan, Candan Kudun, “Türkiye’de Sukuk Uygulamaları ve Vergisel Boyutu”, **Batman Üniversitesi Yaşam Bilim Dergisi**, C. 6, S. 2/1, 2016, s. 328.

⁴¹⁵ Gölcüklü, **a.g.e.**, s. 14.

paylaşmaktadırlar.⁴¹⁶ Böylece kurulan ortak girişim, ihracattan topladığı fonlar ile, gayrimenkul projesi gibi önemli miktarda finansman gerektiren alanlarda yatırım yapmaktadır.

b. İhraç Süreci

Ortaklığa dayalı kira sertifikası ihracında temel aşamalar ortaklığa dayalı kira sertifikasının her iki türü için de aynıdır. Farklılık arz eden hususlara aşağıda ihraç sürecine ilişkin her bir ilgili başlığın altında yer verilecektir.

Ortaklığa dayalı kira sertifikalarında ihracın temel aşamaları; VKŞ ve girişimci arasında ortak girişime ilişkin sözleşme imzalanması, kira sertifikası ihracının gerçekleştirilmesi, ortak girişimin yönetilmesi ve karın paylaşılması ile kira sertifikası sahiplerine ödeme yapılması ve son olarak da kira sertifikalarının itfa edilmesi olarak sıralanabilir.

(1) VKŞ ve Girişimci Arasında Sözleşme İmzalanması

VKŞ ile girişimci arasında, kurulacak olan ortak girişimin işleyişi ve detaylarına ilişkin bir sözleşme imzalanması gerekmektedir. Her ne kadar, Kira Sertifikaları Tebliği'nde böyle bir sözleşme imzalanma zorunluluğu ve sözleşmenin içeriği açıkça ifade edilmemiş olsa da, madde 3/1 hükmünde yer alan ortak girişim tanımından, ortak girişimin bir ortaklık sözleşmesine dayanılarak kurulacağı anlaşılmaktadır. Ek olarak, Tebliğ'in ortaklığa dayalı kira sertifikalarına ilişkin özel hükümler içeren 8. maddesinde birçok yerde söz konusu ortaklık sözleşmesine atıf yapıldığı görülmektedir.

Kira Sertifikaları Tebliği madde 3/n hükmünde, ortaklık sözleşmesi; VKŞ ile bir ya da daha fazla tüzel kişinin varlık veya haklarını ortak bir amaca erişmek üzere birleştirmeyi üstlendikleri sözleşme olarak belirlenmektedir.

Ortaklık sözleşmesine ilişkin tanım ve Kira Sertifikaları Tebliği'nin 8. maddesi dikkate alındığında, VKŞ ve girişimci arasında imzalanacak sözleşmede; ortak girişimin sermaye şirketi mi yoksa adi ortaklık olarak mı kurulacağı, finansmanı sağlanacak faaliyetin ve/veya projenin ne olduğu ve belirsizliğe yer açmayacak şekilde bu faaliyet veya projenin detaylarına, sermayenin kimler tarafından ve/veya hangi oranlarda konulacağına, VKŞ ve girişimci arasında karın nasıl paylaşılacağına, girişimcinin sabit ücret alması kararlaştırılmışsa bu ücrete ve girişimciden, kendisinin ya da kendisi tarafından atanan üçüncü kişilerin kötü niyetli ya da hukuka aykırı eylemleri dolayısı ile meydana gelebilecek zararlara karşı teminat istenilecekse, bu teminatın detaylarına yer verilmesi gerektiği kanaatindeyiz.

Ortak girişime, mudaraba sukuk türünde olduğu gibi sadece VKŞ tarafından sermaye konulabileceği gibi muşaraka sukuk türünde olduğu gibi hem VKŞ hem de girişimci tarafından

⁴¹⁶ A.e., s. 14.

sermaye konulabilmektedir. Ancak, girişimci tarafından kişisel emek veya ticari itibarın sermaye olarak konulması durumunda, Kira Sertifikaları Tebliği madde 3 düzenlemesinden, bu ortak girişimin münhasıran VKŞ tarafından sermaye konulan ortak girişimler ile aynı hükümlere tabi tutulduğu sonucuna varılmaktadır.⁴¹⁷

(2) İhracın Gerçekleştirilmesi

VKŞ tarafından Kira Sertifikası Tebliği'nde belirtilen eklerle birlikte SPK'ya başvurulması ve halka arz edilerek yapılacak ihraçlarda izahnamenin; halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek ihraçlarda ise ihraç belgesinin SPK tarafından onaylanması gerekmektedir.

Kira Sertifikaları Tebliği madde 11/1, ortaklığa dayalı kira sertifikası ihraçlarında, ortak girişime konu proje değerinin belirlenmesi aşamasında ve ortak girişimin VKŞ dışında kalan ortakların ortak girişime nakit dışında varlık veya hak koyması halinde bu varlık ve hakların gerçeğe uygun değerlerinin tespit edilebilmesi için değerlendirme şirketleri tarafından bir rapor hazırlanmasını zorunlu tutmaktadır.

Kira Sertifikaları Tebliği, ortaklığa dayalı kira sertifikalarının ihraç tutarına ilişkin özel bir sınırlama içermektedir. Madde 8/4 hükmünde, ihraç tutarının, hazırlanacak olan değerlendirme raporunda tespit edilen gerçeğe uygun değer %90'ını aşmasının mümkün olmadığı düzenlenmektedir. Burada kastedilen değer ortak girişime konu proje için yapılan değerlendirme sonucunda ulaşılan değer olduğu kanaatindeyiz.

VKŞ tarafından ihraçtan elde edilecek gelir, VKŞ'nin ortak girişime ortak olması amacı ile kullanılacaktır ve dolayısı ile ortak girişime sermaye olarak konulacaktır.

Ortaklığa dayalı kira sertifikası modelinde mevzuatımızda VKŞ'nin yatırımcıların temsilcisi veya güvenilir kişi olarak hareket ettiği açıkça ifade edilmektedir. Bu doğrultuda, ortak girişime fon sağlamış olan kira sertifikası sahiplerinin korunabilmesi amacı ile ortak girişimin veya diğer ortakların ortak girişim dışındaki malvarlıkları üzerinde ihraç tutarı kadar kira sertifikası sahipleri yararına VKŞ lehine rehin kurulması her iki ortaklığa dayalı kira sertifikası modeli için de zorunlu tutulmaktadır.

(3) Ortak Girişimin Yönetilmesi ve Karın Paylaşılması

Her ne kadar ortaklığa dayalı kira sertifikalarında işleyiş, hem münhasıran VKŞ'nin sermaye koyduğu ortak girişim modeli hem de VKŞ dışındaki ortakların kişisel emek veya ticari itibar dışında sermaye koydukları ortak girişim modeli için aynı da olsa, yönetim ve karın dağıtımı hususlarında daha önce de belirtildiği üzere farklılıklar bulunmaktadır. Bu sebeple

⁴¹⁷ Aynı yönde bkz. Gölcüklü, **a.g.e.**, s. 15.

ortak girişimin yönetimi ve karın nasıl paylaşılacağına ilişkin hususlar her iki tür için de aşağıda ayrı ayrı ele alınmaktadır.

i. Münhasıran VKŞ Tarafından Sermaye Konulan Ortak Girişimler

Sadece VKŞ'nin sermaye koyduğu ya da diğer ortakların kişisel emek veya ticari itibar dışında bir sermaye koymadığı ortak girişimlerin, girişimci veya girişimci tarafından atanan üçüncü bir kişi tarafından yönetileceği Kira Sertifikaları Tebliğ madde 8/2 (a)'da açıkça hükme bağlanmaktadır.

Bu tür kira sertifikası, bir başka deyişle mudaraba sukuk uygulamasında, girişimcinin bilgi birikimini ortaya koyarak ortak girişimi yönetmesi ve VKŞ'nin de finansal destek sağlaması risk sermayesi⁴¹⁸ yönetimine benzetilmektedir.⁴¹⁹ Zira, risk sermayesi ile fon ihtiyacı olan finansman çekemeyen şirketlere fon sağlanmaktadır.⁴²⁰ Münhasıran VKŞ tarafından sermaye konulan ortak girişimlerde de risk sermayesinde olduğu gibi finansman çekmekte güçlük çeken ve/veya fon ihtiyacı olan girişimcilere sermaye sağlanmaktadır.

Ortaklığa dayalı kira sertifikasının bu modelinde, girişimci ortak girişime sermaye koymuyor olsa da, karın paylaşımına dair mevzuatımızda mudaraba sukuk uygulamasına da paralel olarak herhangi bir sınırlama öngörülmemektedir. Aksine Kira Sertifikaları Tebliği madde 8/2 (b) fıkrasında, karın paylaşımının taraflar arasında kararlaştırılacağı ve bunun ortaklık sözleşmesi ile ortak girişimin sermaye şirketi olması durumunda şirket esas sözleşmesinde belirtileceği hükme bağlanmaktadır.

Ortak girişimin kar elde etmesi halinde belirlenen oranlara göre paylaşılacak kar dışında, mevzuatımızda girişimciye sabit bir ücret ödenmesinin de kararlaştırılabilmesine imkan tanınmaktadır.

Mudaraba sukuk uygulamasında da girişimci olan mudaribe, yönetim giderlerinin karşılanması için sabit bir ücret belirlenebilmektedir.⁴²¹ Girişimci lehine sabit bir ücret belirlenmesi durumunda, taraflar arasındaki bu anlaşmanın da ortaklık sözleşmesi ve ortak girişim sermaye şirketi olarak yapılandırılmış ise şirket esas sözleşmesinde belirtilmesi gerekmektedir.

⁴¹⁸ Uluslararası literatürde *venture capital* olarak ifade edilmektedir. *Venture Capital* yapısı ile ilgili detali bir değerlendirme için bkz. Bob Zider, "How Venture Capital Works", **Harvard Business Review**, November – December Issue, 1998, (çevrimiçi), <https://hbr.org/1998/11/how-venture-capital-works>, 7 Ocak 2018.

⁴¹⁹ Yılmaz, **a.g.e.**, s. 88.

⁴²⁰ Yılmaz Bayar, "Girişimcilik Finansmanında Risk Sermayesi ve Melek Finansmanı", **Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi**, C. 7, S. 2, 2012, s. 136.

⁴²¹ Brian Kettell, **Case Studies in Islamic Banking and Finance**, United Kingdom, Wiley, 2011, s. 27.

İslami finans kurallarına uygun olarak, münhasıran VKŞ tarafından sermaye konulan ortak girişimlerde, ortak girişimin zarar etmesi durumunda bu zarara VKŞ katlanmak zorundadır. Aslında bu, ortak girişime sermaye sağlamış olan kira sertifikası sahiplerinin riskini teşkil etmektedir. Bu durum Kira Sertifikaları Tebliği madde 8/2 (b) fıkrasında düzenlenerek girişimcinin kötü niyeti ve hukuka aykırı eylemleri ile sebep olduğu zararlar dışında kalan zararlara, koyduğu sermaye ile sınırlı olarak VKŞ'nin katlanacağı şeklinde ifade edilmektedir.

Girişimcinin ya da onun tarafından atanan kişilerin kötü niyeti ve hukuka aykırı eylemleri ile sebep olduğu zararlara karşılık, yatırımcıların korunabilmesi için girişimciden teminat istenebilmesi yine Kira Sertifikaları Tebliği madde 8/2 (c) uyarınca mümkündür.

ii. VKŞ'nin Nakdi Sermaye ve Diğer Ortakların Kişisel Emek ve Ticari İtibar Dışında Sermaye Koyduğu Ortak Girişimler

Kira Sertifikaları Tebliği madde 8/3 (a) fıkrası uyarınca, VKŞ'nin nakdi sermaye ve diğer ortakların kişisel emek ve ticari itibar dışında sermaye koyduğu ortak girişimler de ortaklardan herhangi biri veya onlar tarafından atanan bir üçüncü kişi tarafından yönetilebilmektedir. Münhasıran VKŞ'nin sermaye koyduğu ortak girişimlerden farklı olarak, sadece girişimci ya da onun tarafından atanacak bir kişi ile sınırlı tutulmadan, ortaklardan herhangi birinin yönetebileceği ifade edildiğinden VKŞ'nin de ortak girişimi yönetebileceği ya da yönetmesi için üçüncü bir kişi atayabileceği kanaatindeyiz

Ortaklığa dayalı kira sertifikasının, muşaraka sukuk uygulaması olan bu modelinde de karın paylaşım oranı taraflar arasında serbestçe belirlenebilmektedir. Kira Sertifikası Tebliği madde 8/3 (b) fıkrası uyarınca belirlenen kar oranının hem ortaklık sözleşmesinde hem de ortak girişimin sermaye şirketi olarak yapılandırılması durumunda şirket esas sözleşmesinde belirtilmesi gerekmektedir.

Münhasıran VKŞ'nin sermaye koyduğu ortak girişimlerden farklı olarak, girişimci lehine sabit ücret öngörülmesine ilişkin bir hükme VKŞ'nin nakdi sermaye ve diğer ortakların kişisel emek ve ticari itibar dışında sermaye koyduğu ortak girişimler bakımından mevzuatta yer verilmemektedir.

Ortaklığa dayalı kira sertifikalarının bu türünde, zarara hem VKŞ'nin hem de girişimcinin katlanması gerekmektedir. Kira Sertifikaları Tebliği madde 8/3 (b) fıkrası uyarınca, girişimcinin kötü niyeti ve hukuka aykırı eylemleri ile sebep olduğu zararlar dışında kalan zararlara, hem VKŞ'nin hem de diğer ortakların koydukları sermaye ile sınırlı olarak katlanacağı ifade edilmektedir.

Münhasıran VKŞ'nin sermaye koyduğu ortak girişimlerde olduğu gibi, girişimcinin ya da onun tarafından atanan kişilerin kötü niyeti ve hukuka aykırı eylemleri ile sebep olduğu

zararlara karşılık, yatırımcıların korunabilmesi için girişimciden teminat istenebilmesi yine Kira Sertifikaları Tebliği madde 8/3 (c) fıkrasında mümkün kılınmaktadır.

(4) Kira Sertifikası Sahiplerine Ödemelerin Yapılması ve Ortak Girişimin Son Bulması

Karar zarar ortaklığına yatırım yapmış olan ortaklığa dayalı kira sertifikası sahipleri, ortak girişimin kar elde etmesi durumunda ödeme alabileceklerdir. Zira, ortaklığa dayalı kira sertifikası ihracı ile fon toplayan VKŞ ortak girişimin sermayedarı olarak karlılık durumunda bundan girişimci ile anlaştıkları oran üzerinden pay alacaktır ve aldığı bu payı da kira sertifikası sahiplerine dağıtacaktır.⁴²²

Ortaklık sözleşmesinde belirlenen projenin sona ermesiyle birlikte belirlenen sürede kira sertifikaları itfa edilmektedir. Öncelikle girişimci ortak girişimdeki VKŞ paylarını bedellerini ödemek sureti ile VKŞ'den satın alır ve akabinde girişimci tarafından paylar karşılığında ödenen bu bedel yatırımcılara dağıtılmaktadır.⁴²³

c. Gayrimenkul Projesi Finansmanı için İhraç Edilen Ortaklığa Dayalı Kira Sertifikası İhracı Örneği

Ortaklığa dayalı kira sertifikasının münhasıran VKŞ tarafından sermaye konulan ortak girişim kurulması ile finanse edilen önemli gayrimenkul projelerinden biri İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Projesi'dir. Bu projenin finansmanı için 2013 yılında 100 milyar TL değerinde ve bir yıl vadeli ortaklığa dayalı kira sertifikası yani mudaraba sukuk ihraç edilmiştir.⁴²⁴ Söz konusu ihraç ile, kira sertifikaları ilk defa Türkiye'de bir gayrimenkul projesinin ihracında kullanılmıştır.⁴²⁵

Modelin uygulama adımları aşağıdaki şekildedir:⁴²⁶

1. Emlak Konut GYO tarafından inşaat işi için açılan ihaleyi kazanan firma olan Akdeniz İnşaat ve Eğitim Hizmetleri A.Ş. tarafından kaynak kuruluş ve girişimci olarak hareket eden İFM İstanbul Finans Merkezi İnşaat ve Taahhüt A.Ş. kurulmuştur.
2. Kaynak kuruluş ile ihraççı VKŞ olarak hareket eden Aktif Bank Sukuk VKŞ A.Ş. arasında mudaraba sözleşmesi imzalanmıştır. İmzalanan sözleşmede, karın %90'ının VKŞ'ye kalan %10'unun İFM'ye ait olması kararlaştırılmıştır.

⁴²² Söyler, a.g.e., s. 74.

⁴²³ Kulak, a.g.e., s. 101.

⁴²⁴ Aktif VKŞ, "İFM Projesi ve Proje Kapsamında Gerçekleştirilen I. Kira Sertifikası İhracı Hakkında Bilgiler", (çevrimiçi), http://www.aktifvks.com.tr/docs/kira_sertifikasi_ihraci_bilgiler.pdf, 7 Ocak 2018.

⁴²⁵ Hürriyet Gazetesi, "Sukuk'a 3 misli talep geldi", (çevrimiçi), <http://www.hurriyet.com.tr/sukuk-a-3-misli-talep-geldi-23418056>, 7 Ocak 2018.

⁴²⁶ Aktif Bank, Gayrimenkul Sektörü için Yeni Nesil Finans Araçları, s. 7-8.

3. VKŞ tarafından nitelikli yatırımcılara ortaklığa dayalı kira sertifikası ihracı gerçekleştirilmiştir.
4. Kira sertifikası ihracı ile yatırımcılardan toplanan fon VKŞ tarafından girişimciye proje kapsamında yapılacak harcamaların finansmanında kullanılmak üzere aktarılmıştır.
5. Bağımsız bölümlerin satılmasından elde edilen gelirlerin ve ana paranın VKŞ'ye ve dolayısı ile VKŞ tarafından yatırımcılara ödenmesi sureti ile kira sertifikalarının itfa edilmesi hususunda anlaşılmıştır.

5. Eser Sözleşmesine Dayalı Kira Sertifikaları

a. Tanım

Eser sözleşmesine dayalı kira sertifikaları, sukuk türlerinden istisna sukukun ülkemiz düzenlemelerindeki karşılığıdır.⁴²⁷ Kira Sertifikaları Tebliği madde 9'da; *"VKŞ'nin iş sahibi sıfatıyla taraf olduğu bir eser sözleşmesi kapsamında eserin meydana getirilmesini sağlamak amacıyla ihraç edilen kira sertifikaları"* olarak tanımlanmaktadır.

Eser sözleşmesine dayalı kira sertifikası modeli ile bir malın imal edilmesi ya da bir gayrimenkul projesinin inşa edilebilmesi için fona ihtiyaç duyan firma, ihraç vasıtası ile toplanan fonlarla projeyi finanse edebilecektir. Şöyle ki; fon ihtiyacı bulunan firma, VKŞ ile bir eser sözleşmesi imzalar ve ihraç neticesinde toplanan fonlar ile malın imalatı ya da gayrimenkulün inşaatı tamamlanmaktadır.

Eser sözleşmesi kapsamında VKŞ iş sahibi olarak hareket ederken, VKŞ ile eser sözleşmesi imzalamış olan firma yüklenici ve aynı zamanda fon kullanıcı olarak hareket etmektedir. VKŞ meydana getirilecek eseri ya kiralar ya da kiralamaksızın satıp, geliri kira sertifikalarının sahiplerine ödeyerek bu sertifikaları itfa edebilir.⁴²⁸

Eser sözleşmesine dayalı kira sertifikaları; gayrimenkul geliştirme, güç paneli ve gemi inşası gibi finansman ihtiyacı yüksek endüstriyel projeler ve büyük ekipman ve teçhizat yapımının finansmanı için uygun olduğu ifade edilmektedir.⁴²⁹

b. İhraç Süreci

Eser sözleşmesine dayalı kira sertifikası ihracında temel aşamalar; VKŞ ve yüklenici arasında eser sözleşmesinin imzalanması, kira sertifikası ihracının gerçekleştirilmesi, eserin

⁴²⁷ Erdal Yılmaz, Ahmet Gökgöz, **Sukuk Muhasebesi**, Ankara, Savaş Yayınevi, 2015, s. 67.

⁴²⁸ Ahmet Gökgöz, "Kira Sertifikalarının (Sukukun) Muhasebeleştirilmesi", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Nisan 2015, s. 158.

⁴²⁹ Büyükkakın, Önyılmaz, **a.g.e.**, s. 4.

meydana getirilmesi ile kira sertifikası sahiplerine ödeme yapılması ve son olarak da kira sertifikalarının itfa edilmesi olarak sıralanabilir

(1) VKŞ ile Yüklenici Arasında Eser Sözleşmesinin İmzalanması

Kira Sertifikaları Tebliği'nde VKŞ ile yüklenici arasında imzalanacak olan sözleşmenin içeriğinin ne olması gerektiği açıkça düzenlenmemektedir. Sadece Tebliğ'in 9. maddesinde sözleşmenin konusunun bir eserin meydana getirilmesi olduğu ifade edilmektedir.

Eser sözleşmesi mevzuatımızda TBK 470 vd. hükümlerinde düzenlenmektedir ve yüklenicinin bir eser meydana getirmeyi, iş sahibinin de bunun karşılığında bir bedel ödemeyi üstlendiği sözleşme olarak tanımlanmaktadır.

Eser sözleşmesinin temel unsuru meydana getirilen eserin iş sahibine teslim edilmesidir; ancak eserin meydana getirilmesi sürecini de içinde barındırdığından, iş görme edimi içeren bir sözleşme olarak kabul edilmektedir.⁴³⁰

Eser sözleşmesine dayalı kira sertifikalarında da, VKŞ iş sahibi iken kira sertifikası ihracı yolu ile eserin meydana getirilmesi için finansman sağlamak isteyen fon kullanıcısı ise yüklenicidir. Her ne kadar, yasal düzenlemeler çerçevesinde VKŞ iş sahibi olarak görünse de, eser sözleşmesine dayalı kira sertifikalarında aslında eserin gerçek sahibi genelde yüklenici olarak hareket eden fon kullanıcısı şirket ya da firmadır.⁴³¹

Eser sözleşmesi TBK düzenlemeleri uyarınca herhangi bir şekil şartına tabi değildir. Ancak VKŞ ile yüklenici arasında imzalanacak olan sözleşmenin bir örneği SPK'ya da sunulacağından ve HMK madde 200 uyarınca da, değeri 2.500 TL'nin üzerinde olan işlemlerin senetle ispatlanması zorunlu olduğundan, bu sözleşmenin yazılı olması gerektiği kanaatindeyiz.

VKŞ ile yüklenici olarak fon kullanıcısı arasında imzalanacak olan eser sözleşmesinde, hem İslami prensipler hem de mevzuatımızda yer alan düzenlemeler dikkate alındığında; meydana getirilecek eserin niteliği, iş karşılığında VKŞ tarafından ödenecek bedelin ne olduğu, ödemenin ne şekilde yapılacağı ve işin tamamlanma süresinin yer alması gerekmektedir.

Mevzuatımızda TBK madde 471/3'te yer alan düzenleme uyarınca eserin meydana getirilmesinde yüklenicinin kişisel özellikleri önem taşımıyorsa işin başkasına yaptırılabilmesi mümkündür. Dolayısı ile, fon kullanıcısı eğer ki kendisi yüklenici olarak eseri meydana getirmeyecek ise, işin yapımı alt yükleniciye devredilebilir. Nitekim istisna sukur

⁴³⁰ Zekeriya Kurşat, "Eser ve Vekalet Sözleşmelerinin Nitelendirilmesi Sorunu ve Nitelendirmenin Hükümü", **İÜHFM**, C. LXVII, S. 1-2, 2009, s. 143.

⁴³¹ Kulak, **a.g.e.**, s. 104.

uygulamasında da paralel (alt) istisna sözleşmeleri ile yüklenici eserin imalatını ya da inşaatın yapılmasını alt yükleniciye devredebilmektedir.⁴³² Bu nedenle de, istisna sukuk yani eser sözleşmesine dayalı kira sertifikalarında, inşaat işlerinde uzman olmayan kuruluşlar da inşaat işini yüklenerek sukuk ihraç edebilir ancak inşaat işini bu alanda tecrübesi olan uzmanlaşmış bir kuruluşa devredebilir.⁴³³

Eser sözleşmesine dayalı kira sertifikası kapsamında, yüklenicinin işin yapımını alt yükleniciye devretmesi halinde, alt yüklenici ile yüklenici arasındaki hukuksal ilişki alt eser sözleşmesine tabi olacaktır.⁴³⁴

Alt yüklenicinin sözleşmeye aykırılıkları sebebi ile zarar meydana gelmesi durumunda, bu zararlardan yüklenici, iş sahibine karşı, TBK'nın yardımcı kişilerin fiillerinden sorumluluğu düzenleyen 116. maddesi kapsamında sorumludur.⁴³⁵ Dolayısı ile yüklenici alt yükleniciyi seçme ve ona talimat vermede özenli davranmalıdır.⁴³⁶

VKŞ ve yüklenici arasında imzalanacak eser sözleşmesi dışında, Kira Sertifikaları Tebliği madde 9/2'de hizmet, kat veya arsa karşılığı inşaat ya da ortaklık sözleşmeleri gibi işin amacına uygun başka sözleşmelerin de düzenlenebilmesine olanak tanınmıştır. Her ne kadar mevzuatta bu sözleşmelerin taraflarının kim olacağı açıkça belirtilmemiş olsa da, özellikle gayrimenkul inşaatı gibi projelerde, yüklenicinin alt yüklenici ya da hizmet sağlayıcılarla çeşitli sözleşmeler imzalaması gerektiği göz önünde bulundurulduğunda, pratikteki uygulamaya uygun ve açıklık getiren bir düzenleme olduğu kanaatindeyiz.

Eser sözleşmesine dayalı kira sertifikalarında VKŞ tarafından eser bedeli olarak yükleniciye yapılacak ödemenin ne şekilde olması gerektiği düzenlenmemektedir. İstisna sukuk uygulamasında, salam sukuktan farklı olarak, ödemenin önceden yapılması zorunluluğu bulunmadığı gibi ödemenin işin başında yapılmasına engel bir durum da söz konusu değildir.⁴³⁷ Nitekim kira sertifikalarına ilişkin mevzuatımızda da, eser bedelinin ödeme şekline ilişkin özel bir düzenleme bulunmamaktadır. Ancak, Kira Sertifikaları Tebliği madde 9/5 hükmü uyarınca, sözleşme bedelinin yükleniciye peşin ödenmesi durumunda VKŞ lehine menkul ve gayrimenkul rehini veya benzer nitelikte teminat verilmesi gerektiği ifade edilmektedir. Kira

⁴³² Bafra, **a.g.e.**, s. 143-144.

⁴³³ Yılmaz, Gökgöz, **a.g.e.**, s. 35.

⁴³⁴ Mustafa Alper Gümüş, **Boçlar Hukuku Özel Hükümler**, C. 2, 3. bs., İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2014, s.14.

⁴³⁵ Aydın Zevkliler, K. Emre Gökyayla, **Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri**, 17. bs., Ankara, Turhankitapevi, 2017, s. 512.

⁴³⁶ **A.e.**, s. 512.

⁴³⁷ Meysam Safari, Mohamed Ariff, Shamsheer Mohamed, **"Sukuk Securities – New Ways of Debt Contracting"**, Singapore, Wiley, 2014, s. 70.

sertifikası ihracı ile elde edilecek olan fon ile eserin imalatına ya da projenin inşasına başlanacağından pratikte de ödemelerin peşin yapılması uygun olabilecektir.

(2) İhracın Gerçekleştirilmesi

VKŞ tarafından Kira Sertifikası Tebliği'nde belirtilen eklerle birlikte SPK'ya başvurulması ve halka arz edilerek yapılacak ihraçlarda izahnamenin; halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek ihraçlarda ise ihraç belgesinin SPK tarafından onaylanması gerekmektedir.

Kira Sertifikaları Tebliği madde 11/1, eser sözleşmesine dayalı kira sertifikası ihraçlarında, eser bedelinin tespit edilmesi aşamasında ve esere ilişkin satış sözleşmesinin düzenlenmesi öncesinde bu bedellerin gerçeğe uygun değerlerinin tespit edilebilmesi için değerlendirme şirketleri tarafından bir rapor hazırlanmasını zorunlu tutmaktadır.

Kira Sertifikaları Tebliği, eser sözleşmesine dayalı kira sertifikalarının ihraç tutarına ilişkin özel bir sınırlama içermektedir. Madde 9/4 hükmünde, ihraç tutarının, hazırlanacak olan değerlendirme raporunda tespit edilen gerçeğe uygun değer %90'ını aşmasının mümkün olmadığı düzenlenmektedir. Burada kastedilen değer, eser bedelinin tespit edilmesi aşamasında yapılacak olan değerlendirme sonucunda ulaşılan değerdir.

(3) Eserin Meydana Getirilmesi, Kira Sertifikası Sahiplerine Ödeme Yapılması ve Kira Sertifikalarının İtfası

Kira Sertifikaları Tebliği madde 9/3'te, eserin tamamlanmasından sonra VKŞ'nin eseri kiraya verebilmesi veya doğrudan satabilmesi mümkün kılınmaktadır. Meydana gelen eser özellikle yap-işlet-devret modellerinde yüklenici tarafından kiralanmak istenebilmektedir.⁴³⁸ Bu durumda, kiracı tarafından yapılacak ödemeler VKŞ tarafından yatırımcılara aktarılacaktır.

VKŞ tarafından tam ve eksiksiz olarak meydana getirilen eserin kiralanmaması durumunda, imal edilen mal ya da inşa edilen bir gayrimenkul projesi fon kullanıcısı tarafından satın alınmaktadır ve satış bedeli kira sertifikası sahiplerine ödenerek sertifikalar itfa edilmektedir.

Mevzuatımızda meydana getirilen eserin zorunlu olarak sadece yükleniciye satılabileceğine ilişkin bir düzenleme bulunmamaktadır. Taraflar arasındaki anlaşmaya göre eserin bir üçüncü kişiye de satılabileceği kanaatindeyiz.

c. Gayrimenkul Projesi Finansmanı için İhraç Edilen Eser Sözleşmesine Dayalı Kira Sertifikası veya İstisna Sukuk İhracı Örneği

Eser sözleşmesine dayalı kira sertifikalarının uluslararası uygulaması olan istisna sukuk ile finanse edilen önemli gayrimenkul projelerinden biri Dubai merkezli ve soğutma sistemleri

⁴³⁸ Kulak, **a.g.e.**, s. 108.

üzerine faaliyet gösteren National Central Cooling Company Tabreed tarafından gerçekleştirilen soğutma tesisi inşaatı projesidir.⁴³⁹ Bu projenin finanse edilmesi için 2004 yılında, 100 milyon Amerikan Doları değerinde, beş yıl vadeli icara ve istisna yapılarının bir arada kullanıldığı bir sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir.

Söz konusu ihraç ilk defa icara ve istisna sözleşmelerinin bir arada uygulandığı sukuk ihracı olduğu için kilometre taşı olarak nitelendirilmektedir.⁴⁴⁰

Modelin uygulama adımları aşağıdaki şekildedir:⁴⁴¹

1. İhracı gerçekleştirmek üzere SPV yani VKŞ olarak hareket etmesi için Tabreed 06 Financing kurulmuştur ve ihraç bu SPV tarafından gerçekleştirilmiştir.
2. İhracın gerçekleştirilmesini takiben SPV ve yüklenici olarak Cooling Company Tabreed arasında soğutma tesislerinin inşası için istisna (eser) sözleşmesi imzalanmıştır. Sözleşmede soğutma tesislerinin inşaatının tamamlanması akabinde bu tesislerin SPV'ye satılması için anlaşılmıştır.
3. İnşaat tamamlanınca soğutma tesisleri SPV tarafından yükleniciye bizim mevzuatımızda sahipliğe dayalı kira sertifikasının karşılığı olan icara sözleşmesi ile kiralanmıştır.
4. Kiracının yaptığı ödemeler yatırımcılara aktarılmıştır.
5. Cooling Company Tabreed itfa tarihinde soğutma sistemlerini SPV'den satın almıştır ve satın alma bedeli SPV tarafından yatırımcılara ödenerek itfa gerçekleştirilmiştir.

Yukarıda Kira Sertifikası türlerine ilişkin açıklamalarımız ile her bir kira sertifikası modeline dayanılarak gerçekleştirilen ihraç örnekleri dikkate alındığında, İslami sermaye piyasası araçlarından sukukun ülkemiz uygulaması olan kira sertifikalarının gayrimenkul projelerinin finansmanında özellikle proje finansmanı kredilerine bir alternatif olduğu görülmektedir. Nitekim örnek ihraçlarda da görüldüğü üzere önemli gayrimenkul projeleri kira sertifikaları ile finanse edilebilmiştir.

Bir gayrimenkul projesinin finansman döngüsü Aktif Bank tarafından yapılan bir çalışmada; (1) arazi ve proje geliştirme finansmanı, (2) inşaatın finansmanı, (3) stokun finansmanı, (4) bireysel alıcının veya kurumsal alıcının finansmanı olduğu belirtilmiştir. Bu

⁴³⁹ Muhammed al-Bashir, Muhammed Al-Amine, **Global Sukuk and Islamic Securitisation Market**, Leiden - Boston, Brill, 2012, s. 195.

⁴⁴⁰ A.e., s. 195.

⁴⁴¹ Mahmoud A. El-Gamal, **Islamic Finance – Law, Economics, and Practice**, New York, Cambridge University Press, 2006, s. 5.

çalışmaya göre, kira sertifikaları arazi ve proje geliştirme, inşaat, stok ve kurumsal alıcının finansmanları için uygundur.⁴⁴²

Türkiye'nin de kira sertifikaları ihraçlarını artırma ve altyapı projeleri başta olmak üzere birçok önemli inşaat projesini kira sertifikaları ile finanse etmek istediği Hazine Müsteşarlığı tarafından hazırlanan raporda açıkça ifade edilmiştir.⁴⁴³ Ancak kira sertifikalarının alternatif finansman metodu olarak yaygınlaşabilmesi için Devlet hazinesi tarafından yapılacak olan ihraçlar dışında, özel sektör ihraçlarının da artırılması gerekmektedir.

Gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılabilecek ve banka kredilerine alternatif olan tek sermaye piyasası aracının kira sertifikaları olmadığını yukarıdaki satırlarda ifade etmiştik. Gayrimenkul yatırım ortakları, gayrimenkul yatırım fonları, gayrimenkul sertifikaları ve varlığa dayalı menkul kıymetler de diğer sermaye piyasası araçları olarak öne çıkmaktadırlar.

Kira sertifikalarının sayılan sermaye piyasası araçları ile benzer ve farklı olduğu noktaların daha iyi ortaya konulabilmesi için üçüncü bölümde bu sermaye piyasası araçlarını özellikle kira sertifikaları ile karşılaştırarak inceleyecek ve gayrimenkul finansmanında ne şekilde kullanılabileceğini izah etmeye çalışacağız.



⁴⁴² Aktif Bank, **Gayrimenkul Sektörü için Yeni Nesil Finans Araçları**, s. 4.

⁴⁴³ Hazine Müsteşarlığı, **Participation (Islamic) Finance Country Report**, 2016, s. 44.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KİRA SERTİFİKALARININ TÜRK SERMAYE PİYASALARINDA GAYRİMENKUL FİNANSMANINDA KULLANILAN DİĞER SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI İLE KARŞILAŞTIRILMASI

I. Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler

A. Tanım

Varlıklara ilişkin nakit akımlarının menkul kıymete dönüştürülmesi olarak tanımlanan menkul kıymetleştirme işlemi ile, benzer nitelikte olup likit olmayan alacakların, belli bir havuzda toplanması sureti ile bu havuza dayalı menkul kıymet ihraç edilmekte ve bu sayede yatırımcılardan fon toplanabilmektedir.⁴⁴⁴ Vade sonunda yatırımcılara da, bu alacakların geri ödemeleri ile ödeme yapılmaktadır.

Alacakların geri ödenmesinden elde edilen gelir, menkul kıymetlerin sahiplerine yapılacak olan ödemelerde kullanıldığından, vade sonunda kaynak kuruluşun ödeme gücünün bulunmaması riski ile karşılaşılmamaktadır. Bu durumun da, klasik tahvillerde ihraççının vadede ödeme yapamaması riski söz konusu olduğundan, yatırımcılar bakımından menkul kıymetleştirme işlemi neticesinde ihraç edilen sermaye piyasası araçlarını daha cazip kıldığı ifade edilmektedir.⁴⁴⁵

Menkul kıymetleştirme işlemi, esas olarak, varlığa dayalı ve ipoteğe dayalı alacakların menkul kıymetlestirmesi olmak üzere iki şekilde yapılmaktadır.⁴⁴⁶ İpoteğe dayalı menkul kıymetleştirmede, konut ya da ticari ipotekli krediler (mortgage) yer alırken; varlığa dayalı menkul kıymetleştirmede, kredi kartı alacakları, finansal kiralama kiralrı ve tüketici kredileri gibi çeşitli alacaklar yer almaktadır.⁴⁴⁷ Dolayısıyla, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme daha geniş kapsamlı üst menkul kıymetleştirme aracı olarak karşımıza çıkmaktadır.⁴⁴⁸

Başka bir ifade ile, ipotekli konut kredileri, varlığa dayalı menkul kıymetleştirmenin bir unsuru olan ipoteğe dayalı menkul kıymetler şekline dönüştürülmektedir. Böylece, söz konusu

⁴⁴⁴ Ali Hepşen, **Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması**, Yayın No. 2005-13, İstanbul, İstanbul Ticaret Odası, 2005, s. 17.

⁴⁴⁵ Gökçen Turan, **Menkul Kıymetleştirme ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler**, İstanbul, XII Levha, 2012, s. 2.

⁴⁴⁶ Mustafa Tüysüz, **Varlığa/İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme**, Ankara, Yetkin Yayınları, 2011, s. 125.

⁴⁴⁷ A.e., s. 125.

⁴⁴⁸ Adıgüzel, a.g.e., s. 189.

ihraçlar ile yatırımcılardan fon toplanmakta, özellikle ülkemiz ekonomisinde de önemli bir yere sahip olan gayrimenkul sektörüne doğrudan kaynak aktarılabilir. ⁴⁴⁹

Mevzuatımızda varlığa ve ipoteğe dayalı menkul kıymetler, varlık ve ipotek teminatlı ⁴⁵⁰ menkul kıymetlerle birlikte SerPK'nın 58, 59 ve 60. maddeleri ile III-58.1 sayılı Varlığa ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği ⁴⁵¹ ile düzenlenmektedir. Doktrinde Ünal, her ne kadar bazı tahvil türlerine benzese de, VDMK'ların tahvil ve bonolardan farklı *sui generis* bir kıymetli evrak olduğunu ifade etmektedir. ⁴⁵²

SerPK madde 58'de VİDMK'ların tanımına yer verilmektedir. Buna göre; VİDMK'ların, ilgili fonların veya ipotek finansmanı kuruluşlarının portföyündeki varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen sermaye piyasası araçları ve borçlanma senetleri olduğu ifade edilmektedir. ⁴⁵³

VİDMK ihracında dayanak havuz, sadece Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği'nde sayılan varlıklardan oluşabilir ve ihraççılar da sadece tebliğde sayılan kuruluşlar olabilmektedir.

VİDMK'ların kira sertifikaları ile karşılaştırılmasından önce, genel işleyişine ve SPK tarafından yapılan düzenlemelere aşağıdaki satırlarda yer verilmektedir.

B. İhraççılar ve Fon Portföyüne Devredilebilecek Varlıklar

VİDMK'lar sadece Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği'ne uygun olarak ve yine sadece bu tebliğde sayılan kurucular tarafından kurulan fon ve SerPK madde 60'ta ipotek finansmanı kuruluşu olarak belirtilen şirketler tarafından ihraç edilebilmektedir.

⁴⁴⁹ Hepşen, **a.g.e.**, s. 15.

⁴⁵⁰ Teminatlı menkul kıymetler, III-59.1 sayılı Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği ile düzenlenmektedir. Bu tebliğ uyarınca da ihraççıların genel yükümlülüğü niteliğinde olan ve teminatlar karşılık gösterilerek ihraç edilen menkul kıymetler olarak tanımlanmaktadır. Teminatlı menkul kıymetlerin borçlanma aracı niteliğinde olduğu mevzuatta açıkça ifa edilmektedir. Somutlaştırmak adına, bankaların kullandığı konut finansmanı kredisi veya katılım bankalarının finansal kiralama sözleşmeleri nedeni ile sahip oldukları alacaklardan bir havuz oluşturulmaktadır. Teminat varlıklarının neler olabileceği Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği madde 9'da sayılmaktadır. Bu alacaklardan elde edilen taksit taksit ödenen gelirler vade tarihlerinde yatırımcılara faiz ödemesinin yapılmasında kullanılmaktadır. İTMK ve İDMK'ların her ikisi de yasal düzenlemelerde belirlenen varlıklardan oluşturulan bir teminat havuzuna dayanılarak ihraç edilmektedir; ancak İDMK ve VDMK'larda, havuza konulan varlık kaynak kuruluşun bilançosundan çıkarılması amacı ile bir fona devredilmektedir. İTMK ve VTMK'larda alacakların fona devredilmesi söz konusu değildir. Detaylı bilgi için bkz. Adıgüzel, **a.g.e.**, s. 184-190 ve Turan, **a.g.e.**, s. 116 vd.

⁴⁵¹ 9 Ocak 2014 tarih 28877 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan III-58.1 Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140109-11.htm>, 12 Ocak 2018.

⁴⁵² Ünal, **Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler**, s. 2.

⁴⁵³ Ülgen/ Helvacı/ Kendigelen/ Kaya, **a.g.e.**, s. 37.

VİDMK ihraç edebilecek olan ipotek finansmanı kuruluşu SerPK'da; konut ve varlık finansmanı kapsamında, türleri ve nitelikleri SPK tarafından belirlenen varlıkların devralınması, devredilmesi, devralınan varlıkların yönetimi ve varlıkların teminat olarak alınması ve SPK tarafından uygun görülen diğer faaliyetlerin yerine getirilmesi amacıyla kurulan anonim ortaklıklar olarak tanımlanmaktadır.

İpotek finansmanı kuruluşu dışında, VİDMK'ler tebliğde belirtilen fonlar tarafından da ihraç edilebilmektedir. VDMK ihraç edilecek olması durumunda varlık finansmanı fonu, İDMK ihraç edilecek olması durumunda konut finansmanı fonu kurulması gerekmektedir. Tebliğ madde 4 uyarınca, bu fonlar; finansal kiralama şirketleri, finansman şirketleri, bankalar, ipotek finansmanı kuruluşu ve geniş yetkili aracı kurumlar tarafından kurulabilmektedir.

Aynı maddede, finansal kiralama şirketleri ve finansman şirketleri tarafından kurulan fonlar sadece kendi kurucularının aktiflerindeki varlıkları devralarak VİDMK ihracı gerçekleştirebilmekte iken; bankalar, ipotek finansmanı kuruluşu ve geniş yetkili aracı kurumlar tarafından kurulan fonlar diğer kaynak kuruluşların aktiflerindeki varlıkları devralarak VİDMK ihraç edebileceği hükme bağlanmaktadır.

Kurulan fonun tüzel kişiliği bulunmamaktadır. Tebliğde yer alan düzenlemeler uyarınca, bu fonlar VİDMK sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre kurulmaktadır.

Doktrinde, VİDMK ihracı ile inançlı mülkiyet esaslarına dayalı olarak oluşturulan fon malvarlığını gösteren katılma payı ihracı gerçekleştirildiği ve bu menkul değerlerin dayandıkları varlıklardan doğan anapara ve faiz üzerindeki bölünmez hakları temsil ettiği ifade edilmektedir.⁴⁵⁴ Dolayısıyla, VİDMK ihraç eden fonların yatırım fonları ile benzer hukuki yapılar olduğu belirtilmektedir.⁴⁵⁵ Nitekim, tebliğ madde 22'de fonların finansal tablo hazırlamalarına ve bu tabloların bağımsız denetimine ilişkin esasların belirlenmesinde yatırım fonlarına ilişkin düzenlemelerinin uygulanacağı düzenlenmektedir.

Kira sertifikalarındakine benzer şekilde VİDMK'lere ilişkin düzenlemelerde de, kaynak kuruluş, varlıklarını fon portföyüne veya ipotek finansmanı kuruluşuna devreden kişi veya kuruluş olarak tanımlanmıştır. Dolayısı ile hem VİDMK hem de kira sertifikası ihracında VKŞ'ler veya fonlar kendi malvarlıklarını değil, kaynak kuruluştan devraldıkları varlıkları ihraca dayanak göstermektedir.

⁴⁵⁴ Adıgüzel, **a.g.e.**, s. 186.

⁴⁵⁵ **A.e.**, s. 186.

VİDMK ihracında önemli olan husus, fon kurulması ile birlikte fona devrolunan malvarlıklarının kaynak kuruluşun bilançosundan ayrılmasıdır.⁴⁵⁶ Nitekim, Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği madde 6'da; fon malvarlığı, hizmet sağlayıcı ve kaynak kuruluş malvarlığından ayrı olduğu belirtilmektedir. Böylelikle, ilgili varlıklar kaynak kuruluş tarafından devredilmeleri ile birlikte şirket malvarlığından çıktığı için, kaynak kuruluşun iflası halinde kendi alacaklılarının, devredilen varlıkların iflas masasına dahil edilmesini talep etme hakkı bulunmamaktadır.⁴⁵⁷

Varlık finansmanı fonu portföyüne devredilebilecek varlıklar, Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği madde 15/1 (a)'da tek tek sayılmaktadır.

Aynı şekilde, konut finansmanı fonu portföyüne devredilebilecek varlıklar da, Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği madde 15/1 (b)'de tek tek sayılmaktadır.

Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği'nde tek tek sayılan menkul kıymetleştirme işlemine konu olabilecek malvarlıklarının hemen hemen hepsinin kaynak kuruluşa bir nakit akışı sağladığı ve bu nakit akışının ne olabileceğinin önceden bilinebilir ya da öngörülebilir olduğu görülmektedir.⁴⁵⁸

Belirtilen düzenlemelere bakıldığında, kira sertifikalarının aksine, VİDMK ihracına konu olabilecek malvarlıklarının sınırlı olarak sayıldığı ve sadece varlıklara dayalı olabileceği görülmektedir. Oysaki, kira sertifikalarında her türlü varlık ihraca dayanak olabileceği gibi her türlü hakkın da dayanak olması mümkündür. Başka bir deyişle, kira sertifikalarında varlıkların türü bakımından bir sınırlama olmadığı gibi hakların da ihraca dayanak teşkil etmesi ülkemiz düzenlemelerinde mümkün kılınmaktadır.

C. VİDMK İhraç Süreci

VİDMK'ler halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcılara satılmak üzere veya birim nominal değeri asgari 100.000 TL tutarında olmak kaydıyla tahsisli olarak ihraç edilebilmektedir. Görüldüğü üzere, kira sertifikalarından farklı olarak, VİDMK ihraçlarında, tahsisli satışlarda asgari nominal değer belirlenmektedir.

VİDMK ihracını takiben yatırımcılara yapılması gereken ödemeler, fon portföyünde yer alan varlıklardan elde edilen nakit akımlarından karşılanmaktadır.

⁴⁵⁶ Devrolunan varlıkların kaynak kuruluş bilançosundan ayrılmadığı ancak kredi riskinin devreldiği sentetik menkul kıymetleştirme işlemleri hakkında açıklamalar için bkz. Dilek Kavlak, **Kredi Riski ve Türev Araçlar Kullanılarak Aktarımı**, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara, 2003, s. 22 vd.

⁴⁵⁷ Turan, **a.g.e.**, s. 15.

⁴⁵⁸ **A.e.**, s. 15.

VİDMK ihracında yatırımcılar aslında sahibi oldukları malvarlıklarını yönetilmeleri için inançlı mülkiyet esaslarına göre fon kurucusuna bırakmaktadırlar.⁴⁵⁹ Fon kurucusu, ilgili fon için nitelikleri Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği'nde belirtilen şekilde fon kurulu atamaktadır.

Tebliğ madde 11/4 (c) uyarınca, fon kurulu; esas olarak, fonun yatırımcıların hak ve menfaatlerini koruyacak şekilde, ilgili mevzuat, fon içtüzüğü, izahname, ihraç belgesi ve ihraca ilişkin diğer belgelerde belirtilen ilke ve yöntemlere uygun olarak temsili, yönetimi ve denetiminin gözetiminden sorumludur. Fon kurulunun, yatırımcıların haklarını koruyarak fonu yönetmesi gerekmektedir. Tebliğ'deki düzenlemeler uyarınca ve yine bu düzenlemelerde belirtilen sınırlar çerçevesinde fon kurulu ile hizmet sağlayıcı arasında imzalanan hizmet sözleşmesine uygun olarak; kurucu, kaynak kuruluş veya kurucu niteliğini haiz bir kuruluş hizmet sağlayıcı olarak fon portföyünde yer alan varlıkların günlük idaresini yerine getirmektedir.

Kira sertifikalarından farklı olarak, VİDMK ihracında derecelendirme yaptırılması zorunluluğu ve risk tutuma yükümlülüğü bulunmaktadır.

Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği madde 9/3'te halka arz edilecek her bir tertip VİDMK ve varsa VİDMK dilimleri için derecelendirme kuruluşları tarafından kredi derecelendirilmesinin yapılması ve ilgili düzenlemeler uyarınca gerekmesi halinde güncellenmesi zorunlu tutulmaktadır. Kira sertifikası ihracında ise böyle bir zorunluluk bulunmamaktadır; ancak ilgili tebliği ile SPK'ya VKŞ'nin, fon kullanıcısının ya da kira sertifikalarının derecelendirilmesini talep etme imkanı verilmektedir.

Risk tutma yükümlülüğü ise tebliğin 10. maddesinde belirtilmektedir. Madde ile kaynak kuruluş veya kurucuya ihraç edilen VİDMK'lerin %5'ini satın alma ve bunları vade sonunda kadar tutma yükümlülüğü getirilmektedir. VİDMK ihracının dilimler halinde yapılması durumunda ise bu yükümlülük daha farklı uygulanmaktadır. Kredi derecelendirme notu olmayan ya da aynı nota sahip VİDMK dilimleri için, her bir dilimden eşit ya da farklı oransal olacak şekilde; farklı kredi derecelendirme notuna sahip VİDMK dilimleri için ise, en düşük kredi kalitesine sahip dilim veya dilimlerden olacak şekilde uygulanmalıdır. SPK, %5 olan risk tutma yükümlülüğünü %10'a kadar artırmaya yetkilidir.

Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği ve dolayısı ile mevzuatımızda yer alan düzenlemeler dikkate alındığında; ihraca dayanak varlıkların ve kaynak kuruluşların sınırlı olması, halka arz durumunda derecelendirme zorunluluğu, risk tutma yükümlülüğü ve tahsisli

⁴⁵⁹ Adıgüzel, **a.g.e.**, s. 186.

satışlarda minimum nominal değer kısıtlamasının bulunması gibi hususlarda kira sertifikalarından ayıldığı görülmektedir.

Ek olarak, VİDMK ihracında gayrimenkul finansmanı, sadece ilgili olduğu ölçüde, konut finansmanı kredilerinden doğan alacaklar veya herhangi bir gayrimenkul projesinin finansmanı için üçüncü kişilerce kullanılan ticari krediler ihraca dayanak havuza konu edilebildiği için dolaylı olarak söz konusu olmaktadır. Yine dolaylı bir şekilde, gayrimenkul projelerini genellikle proje finansmanı yolu ile finanse eden bankalar, menkul kıymetleştirme işlemi neticesinde fon elde etmekte ve bu fonları da tekrar proje finansmanına aktarmaktadırlar. Kira sertifikalarında ise doğrudan projenin finansmanı için ihraç gerçekleştirebilmektedir. Dolayısıyla, kira sertifikaları bir gayrimenkul projesine inşaatının tamamlanmasından önce yatırım imkanı vermektedir.⁴⁶⁰

II. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

A. Kısaca Yatırım Ortaklıkları ve Tanım

Mevzuatımızda ilk defa 1981 yılında yürürlüğe giren 2499 sayılı mülga Sermaye Piyasası Kanunu ile düzenlenen⁴⁶¹ yatırım ortaklıkları, SerPK madde 48'te hüküm altına alınmaktadır. İlgili düzenlemede yatırım ortaklıkları; sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, girişim sermayesi yatırımları ile SPK tarafından belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyleri işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan sabit veya değişken sermayeli anonim ortaklıkları olarak ifade edilmektedir.

Yatırım ortaklarının ve aşağıda gayrimenkul yatırım fonlarına ilişkin bölümde daha detaylı değinilecek olan yatırım fonlarının kuruluş amaçları aynı olup her ikisinde de, sermaye piyasalarında yatırımcılardan toplanan fonlarla oluşturulan portföyün uzman bir kadro tarafından yönetilmesi amaçlanmaktadır.⁴⁶² Böylece yatırımcılar, çeşitli varlıklara yapılan yatırımlardan oluşan bir portföyü bulunan yatırım ortaklıklarında pay sahibi olmaktadır.

Halktan toplanan fonların bir araya getirilerek bir uzman tarafından belirlenen çeşitli yatırımlara yönlendirilmesi şeklinde kendini gösteren kolektif yatırım kuruluşları fikri 19. yüzyılda ortaya çıkmıştır.⁴⁶³ Küçük yatırımcıların fonlarının daha büyük yatırımlara aktarılmasına olanak sağlayan bu kuruluşlar çeşitli modellerle kendini gösterebilmektedir. Bunlar; Anglo-Amerikan hukuk sisteminde mevcut olan *trust* modeli, sözleşmeye dayanan

⁴⁶⁰ Aktif Bank, **Gayrimenkul Sektörü için Yeni Nesil Finans Araçları**, s. 6.

⁴⁶¹ Füsün Nomer, **Yatırım Ortaklıkları**, İstanbul, Beta, 2003, s. 1.

⁴⁶² Nomer, **a.g.e.**, s. 3 ve Tekinalp, **Sermaye Piyasası**, s. 81.

⁴⁶³ James E. McWhinney, **A Brief History of Mutual Fund**, (çevrimiçi), <https://www.investopedia.com/articles/mutualfund/05/mfhistory.asp>, 18 Şubat 2018.

model ve ortaklığa dayanan modeldir.⁴⁶⁴ Ortaklığa dayanan kolektif yatırım kuruluşlarında dünya uygulamalarında da en çok yararlanılan model anonim ortaklık modelidir.⁴⁶⁵

Nitekim, SerPK'da yer alan düzenlemeye bakıldığında da, yatırım ortaklıklarının sadece anonim şirket şeklinde örgütlenebileceği ve faaliyet konularının düzenlemeler ile belirlenen portföyü işletmek olduğu görülmektedir.

Literatürde yatırım ortaklıkları çeşitli kriterler dikkate alarak sınıflandırılmakta ise de, mevzuatımızda yatırım yaptıkları malvarlıkları türlerine göre üç çeşit yatırım ortaklığı bulunmaktadır.⁴⁶⁶ Bunlar, menkul kıymet yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklığıdır. SerPK madde 48'de yer alan açık düzenleme uyarınca bu yatırım ortaklıkları sabit veya değişken sermayeli olarak kurulabilmektedir. Değişken sermayeli yatırım ortakları da yine Kanun ile düzenlemiş olup sermayesi her zaman net aktif değerine eşit olan yatırım ortaklıkları olarak tanımlanmaktadır.

Her ne kadar yatırım ortaklıklarının tanımına SerPK'da yer veriliyor olsa da, yatırım ortaklıklarının kuruluş şartları, portföy sınırlamaları, işleyişi ve kurucular ile yöneticilerine ilişkin şartlar, SPK tarafından hazırlanan tebliğlerde detaylı olarak düzenlenmektedir. Bu düzenlemelere geçmeden önce, mevzuatımızda yer alan yatırım ortaklıkları türlerinin neler olduğuna kısa değinmekte fayda olduğunu düşünmekteyiz.

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, SPK'nın III-48.5 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği⁴⁶⁷ ile düzenlenmektedir. Doktrinde menkul kıymet yatırım ortaklıkları, sermaye piyasasında yatırımcılardan toplanan fonları çeşitli menkul kıymetlere yatırarak portföy oluşturan ve uzman bir yönetim ile bu yatırımların değerlendirilmesini amaçlayan finansman kuruluşları şeklinde tanımlanmaktadır.⁴⁶⁸

Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, SPK'nın III-48.3 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği⁴⁶⁹ ile yatırımcılardan topladıkları fonları esas olarak,

⁴⁶⁴ Yalçın Özge Okat, **Türk ve AB Hukukunda Yatırım Fonları**, Ankara, Seçkin, 2009, s. 28 vd.

⁴⁶⁵ Hamdi Yasaman, **İsviçre ve Fransız Hukukunda Yatırım Fonları ve Türk Hukukunda Uygulama İmkânı**, İstanbul, Fakülteler Matbaası, 1980, s. 9.

⁴⁶⁶ Adıgüzel, **a.g.e.**, s. 261.

⁴⁶⁷ 27 Mayıs 2015 tarih ve 29368 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan III-48.5 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2015/05/20150527-7.htm>, 16 Ocak 2018.

⁴⁶⁸ Adıgüzel, **a.g.e.**, s. 262.

⁴⁶⁹ 9 Ekim 2013 tarih ve 28790 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan III-48.3 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/10/20131009-15.htm>, 16 Ocak 2018.

tebliğde belirtilen kriterlere uygun girişim sermayesi (*venture capital*) yatırımları için kullanan şirket olarak tanımlanmaktadır.⁴⁷⁰

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, SPK'nın III-48.1 sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği⁴⁷¹ ile düzenlenmektedir. GYO Tebliği madde 4 uyarınca GYO'lar; gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, altyapı yatırım ve hizmetleri, sermaye piyasası araçları, Takasbank para piyasası ve ters repo işlemleri, Türk Lirası cinsinden vadeli mevduat veya katılma hesabı, yabancı para cinsinden vadeli ve vadesiz mevduat veya özel cari ve katılma hesapları ile iştirakler ve SPK tarafından belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan ve SerPK'daki sınırlara uygun olmak kaydı ile GYO Tebliği'nde izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumudur.

Tezimizin konusu, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılması ve kira sertifikalarından farklarının tespit edilmesi olduğundan aşağıdaki satırlarda gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin SPK düzenlemeleri esas alınarak yapılan analize yer verilmektedir.

B. GYO'ların Kuruluşu ve Sermaye

GYO Tebliği'nde, GYO'ların üç amaçla kurulabileceği düzenlenmektedir. Bu düzenlemeye göre GYO'lar; (i) münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan bir portföyü işletmek, (ii) gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları, Takasbank para piyasası ve ters repo işlemleri, Türk Lirası cinsinden vadeli mevduat veya katılma hesabı, yabancı para cinsinden vadeli ve vadesiz mevduat veya özel cari ve katılma hesapları ile iştirakler ve SPK tarafından belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek veya (iii) belirli bir projeye, gayrimenkule veya altyapı yatırım ve hizmetine yatırım yapmak ya da belirli bir alanda faaliyet göstermek amacıyla kurulabilmektedir.

Dolayısı ile GYO Tebliği, yatırım yaptığı gayrimenkullerin türüne göre GYO'ları ikiye ayırmaktadır. Münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan bir portföyü işletmek ya da belirli bir projeye yatırım yapmak veya belirli bir alanda faaliyet göstermek üzere kurulan GYO'ların aktif toplamalarının en az %75'inin bu faaliyetler kapsamında yapılan yatırımlardan oluşması gerekmektedir. Bu amaç doğrultusunda kurulan GYO'ların, altyapı yatırım ve

⁴⁷⁰ SPK, Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları: Tanıtım Rehberi, (çevrimiçi), <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/206>, 21 Ocak 2018.

⁴⁷¹ 28 Mayıs 2013 tarih ve 28660 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan III-48.1 sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/05/20130528-14.htm>, 21 Ocak 2018.

hizmetlerine ilişkin olmayan gayrimenkullere ve projelere yatırım yapabilmesi GYO Tebliği uyarınca mümkün değildir.

4 Mart 2018 tarihi itibari ile Türkiye’de kurulmuş olan 32 adet GYO bulunmaktadır.⁴⁷²

1. Halka Arz Zorunluluğu

GYO’lar yeni bir anonim şirket olarak veya mevcut bir şirketin GYO’ya dönüştürülmesi ile de kurulabilir. Her iki durumda da, GYO’ların kuruluşu SPK’nın ve ayrıca Gümrük ve Ticaret Bakanlığı’nın onayına tabidir.

GYO’lar kuruluştan veya dönüşümden itibaren üç ay içerisinde sermayelerinin minimum %25’ini temsil eden payları halka arz etmek üzere başvurmakla yükümlüdür. Üç ay içerisinde halka arz için SPK’ya başvurmayan veya gerekli şartları sağlamadığı için başvurusu onaylanmayan GYO’ların, GYO olarak faaliyette bulunma hakları ortadan kalkar ve esas sözleşme tadili ve kayıtlı sermaye sisteminden çıkmak için SPK’ya başvurmaları gerekmektedir. Aksi takdirde, bu durumda olan GYO’lar, GYO Tebliği’ne göre, TTK madde 529 kapsamında sona ermiş sayılacaklardır.

GYO Tebliği’nde halka arz başvurusu yapılması için öngörülen sürenin uzatılabilmesine ilişkin herhangi bir düzenleme yer almamaktadır. Bir önceki mülga GYO Tebliği’nde⁴⁷³ bu yönde açık bir hüküm varken, yine aynı tebliğde yapılan bir değişiklik ile kanun koyucu tarafından sürenin uzatılabilmesine ilişkin hüküm kaldırıldığından mevcut yasal düzenlemeler çerçevesinde, halka arz başvurusu yapılabilmesi için süre uzatımının mümkün olmayacağı kanaatindeyiz.

2. Sermaye Şartı

GYO’ların, kayıtlı sermaye sisteminde olması ve yeni kuruluşta başlangıç sermayesinin, dönüşümde ise çıkarılmış ve/veya ödenmiş sermayesinin en az 30.000.000 TL olması gerekmektedir. Bu rakam, münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerine yatırım yapmak üzere kurulan GYO’lar için 100.000.000 TL olarak belirlenmektedir.

GYO’lara aynı sermaye konulması da mümkündür. Ancak konulması gereken minimum nakit sermaye de GYO Tebliği’nde ayrıca ifade edilmektedir. Kurulacak olan GYO’nun toplam sermayesinin (i) 60.000.000 TL’den az olması halinde sermayeyi temsil eden payların en az %10’nun, (ii) 60.000.000 TL’den fazla olması halinde ise 6.000.000 TL’lik kısmını temsil eden

⁴⁷² GYODER, **GYO’ların Listesi**, (çevrimiçi), <http://www.gyoder.org.tr/gyolarin-listesi/>, 4 Mart 2018.

⁴⁷³ 08 Kasım 1998 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanan Seri: VI No:26 sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/main.aspx?home=http://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/23517.pdf&main=http://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/23517.pdf>, 4 Şubat 2018.

payların, (iii) münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan bir portföyü işletecek olan GYO'lar için ise 10.000.000 TL'lik kısmını temsil eden payların, nakit karşılığı çıkarılmış olması gerekmektedir. Dolayısı ile GYO Tebliği'nde belirtilen nakit sermaye oranlarının her durumda korunması gerekmektedir.

Anonim şirketlere aynı sermaye konulması TTK madde 342 ve 343 ile düzenlenmektedir. Bu düzenlemeler uyarınca; üzerinde sınırlı bir aynı hak olan ya da haciz ve tedbir bulunan malvarlıkları, vadesi gelmemiş alacaklar, ticari itibar ve kişisel emek anonim şirketlere aynı sermaye olarak konulamamaktadır.⁴⁷⁴

SerPK madde 49 uyarınca, GYO'larda SPK tarafından portföye alınması uygun görülen gayrimenkuller (arsa, alışveriş merkezi gibi) ve gayrimenkule dayalı aynı haklar kuruluş ve sermaye artırımını esnasında aynı sermaye olarak konulabilmektedir. TTK düzenlemelerine de paralel olarak, aynı sermaye olarak konulacak gayrimenkuller üzerinde ipotek veya gayrimenkulün değerini doğrudan etkileyecek takyidat şerhi bulunmamalıdır.

GYO'lara konulacak aynı sermayenin hem TTK hem de GYO Tebliği uyarınca değer tespitinin yapılması gerekmektedir. TTK madde 343'te öngörülen bilirkişi değerlemesi ile asliye ticaret mahkemesince atanan bilirkişilerce değerlendirme raporu düzenlenir. Değerleme raporunda değerlendirme yönteminin herkes için en adil ve uygun seçim olduğu, sermaye olarak konacak gayrimenkullerin gerçekliği, geçerliliği ve gayrimenkullerin tahsil edilebilirliği (nakde çevrilebilirlikleri) ve tam değerleri belirtilmelidir.⁴⁷⁵

GYO Tebliği'ne göre ise, SPK'nın gayrimenkul değerlendirme kuruluşları listesindeki bir gayrimenkul değerlendirme kuruluşunca da bu aynı sermayenin değerlemesinin yapılması gerekmektedir. Tebliğ madde 9 uyarınca, aynı sermaye miktarı olarak, iki rapordan düşük olanı esas alınmalıdır.

C. Kurucu ve Ortakların Nitelikleri

SPK GYO'ların kurucu ve ortaklarının haiz olması gereken nitelikler ve taşımamaları gereken şartlar GYO Tebliği madde 7'de tek tek saymaktadır. Bu şartlar kısaca, kurucu ve ortakların hem mali durumuna hem de daha önce ortağı oldukları şirket ya da kuruluşlar hakkında belli şartlarda verilen tasfiye kararlarına ya da doğrudan kurucuların belli suçlardan mahkum olmamasına ilişkindir.

⁴⁷⁴ Mehmet Özdamar, 6102 sayılı TTK Hükümleri Çerçevesinde Anonim Şirketlere Aynı Sermaye Konulmasına İlişkin Çeşitli Sorunlar, "Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi", S. 2015/1, s. 145.

⁴⁷⁵ A.e., s. 151.

D. GYO'larda Organizasyon ve Yönetim

GYO Tebliği uyarınca GYO yönetim kurulu üyelerinin dört yıllık üniversite mezunu, sermaye taahhüdünü karşılayabilecek ekonomik yeterliliğe sahip olunması dışında kurucu ve ortaklara ilişkin nitelikleri haiz olması ve gayrimenkul, altyapı, hukuk vb alanlarda en az üç yıllık tecrübeye sahip olması gerekmektedir. Böylece SPK'nın, sermaye piyasası kurumu olarak faaliyet gösterecek ve yatırımcılardan fon toplayacak olan bu kurumun yönetiminde görev alacak kişiler için de asgari şartlar belirlemeyi tercih ettiğini görmekteyiz.

Ayrıca, GYO'lara bir genel müdür atanması da GYO Tebliği'nde zorunlu tutulmaktadır. Yönetim kurulu üyeleri için aranan şartlara paralel olarak, genel müdürün de dört yıllık üniversite mezunu olması, sermaye taahhüdünü karşılayabilecek ekonomik yeterliliğe sahip olunması dışında kurucu ve ortaklara ilişkin nitelikleri haiz olması ve gayrimenkul, altyapı, hukuk vb. alanlarda en az beş yıllık tecrübeye sahip olması gerekmektedir. Genel müdürün tam zamanlı olarak istihdam edilmesi gerekmektedir.⁴⁷⁶

E. GYO'larda Çeşitli Sınırlamalar

Sermaye piyasalarında düzenleyici kurum olarak hareket eden SPK, GYO'lara ilişkin yaptığı düzenlemede, bu yatırım ortaklığının yapabileceği ve yapamayacağı faaliyetleri detaylı olarak belirleme yoluna gitmiştir. GYO'ların faaliyetlerine getirilen sınırlamalar dışında, GYO portföyüne ve GYO'larda pay devirlerine ilişkin de açık düzenlemeler yapılmıştır. GYO Tebliği'nde yer alan bu sınırlamaların kısa değerlendirmesi aşağıdaki satırlarda yapılmaktadır.

1. GYO'ların Yapamayacakları İşler

Yatırım ortaklığı olarak mevzuatımızda düzenlenmiş olan GYO'ların faaliyetleri de SPK tarafından belli sınırlamalara tabi tutulmaktadır. Bu sınırlamalar şu şekildedir:

GYO Tebliği madde 23 uyarınca, 5411 sayılı Bankacılık Kanununda tanımlandığı üzere mevduat veya katılım fonu toplayamazlar ve mevduat veya katılım fonu toplama sonucunu verecek iş ve işlemler yapamazlar.

GYO Tebliği'nde izin verilen işlemler dışında ticari, sınai veya zirai faaliyetlerde bulunamazlar. Dolayısı ile, GYO'ların faaliyet alanı tamamen SPK tarafından çizilen sınırlar içinde kalmak zorundadır. Bu bakımdan kira sertifikası ihracında, ihraççı olarak görev alan VKŞ'lerde olduğu gibi açık bir faaliyet sınırlaması olduğunu söyleyebiliriz.

⁴⁷⁶ Adıgüzel, **a.g.e.**, s. 275.

Hiçbir şekilde gayrimenkullerin, altyapı yatırım ve hizmetlerinin inşaat işlerini kendileri üstlenemez, bu amaçla personel ve ekipman edinemezler. Yürütülen projelerin kontrol işleri dahili olarak yürütülecekse bu amaçla istihdam edilen personel kapsam dışındadır. Ancak GYO Tebliği madde 22/1 (ç) bendi uyarınca, kendi mülkiyetindeki arsalarda ya da hasılat paylaşımı veya kat karşılığı arsa satışı sözleşmeleri ile mülkiyeti üçüncü kişilere ait olan araziler üzerinde gayrimenkul projesi geliştirebilmektedir.

Uygulamada GYO inşaat işini üstlenemediğinden, söz konusu proje geliştirme faaliyeti genellikle; TBK kapsamında GYO'nun işveren olarak hareket ettiği ve müteahhidin inşaat işini üstlendiği eser sözleşmesine dayalı proje geliştirme faaliyetleri ile yürütülmektedir. Ancak bu yöntem dışında; arsa payı karşılığı inşaat sözleşmesi, yap-işlet devret modeli ve adi ortaklık kurulması yöntemleri ile proje geliştirilmesi yöntemleri de yaygın olarak kullanılmaktadır.⁴⁷⁷

Ülkemiz uygulamasında en sık karşılaşılan örnek olan arsa payı karşılığı inşaat sözleşmelerinde; yüklenicinin inşaatı gerçekleştirme borcuna karşılık olarak, iş sahibi söz konusu arsadaki mülkiyetin belli bir payını veya inşaa edilecek yapıdaki bağımsız bölümlerden bir kısmının mülkiyetini yükleniciye devretmektedir.⁴⁷⁸

Yap-İşlet-Devret modeli ile gerçekleştirilecek projeler bakımından da GYO Tebliği'nde açık düzenleme yer almaktadır. Buna göre, GYO'lar bu projeleri kendisi veya başkaları lehine üst hakkı tesis etmek sureti ile gerçekleştirebilmektedirler. Doktrinde, Yap-İşlet-Devret modelinin; bir kamu hizmetinin gerek kurulmasının ve gerekse görülmesinin bir idari sözleşme çerçevesinde belli bir süre için Devlet'in sahip olduğu bir potansiyel kazançların yatırım karşılığında bir özel hukuk sermaye şirketine verilmesi olduğu ifade edilmektedir.⁴⁷⁹ Bu modelde, GYO'nun, idareden imtiyaz alarak projeyi geliştirmesi gerekmektedir. Fakat projenin inşaat işini kendi üstlenemeyeceği için yine üçüncü bir alt yüklenici ile sözleşme imzalayarak inşaatı yaptırtması da gerekmektedir.

Son olarak, GYO'ların adi ortaklık kurmasına, GYO Tebliği madde 33 ile izin verilmektedir. Bu düzenlemeye göre, GYO'lar münhasıran bir projenin geliştirilmesi için adi ortaklık oluşturabilmektedirler. Ancak, kurulan ortaklık tarafından yürütülecek projelerin inşaat işlerinin yine aynı şekilde müteahhitlerce yerine getirilmesi gerekmektedir.

İnşaat işlerine ilişkin yasağa ek olarak, GYO'lar, otel, hastane, alışveriş merkezi, iş merkezi, ticari parklar, ticari depolar, konut siteleri, süper marketler ve bunlara benzer

⁴⁷⁷ Deniz Ergene, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı**, Yüksek Lisans Tezi, 2009, s. 213-220.

⁴⁷⁸ Gümüş, **a.g.e.**, s. 113.

⁴⁷⁹ Vahit Polatkan, **Yap-İşlet-Devret**, Ankara, 1997, s. 2.

nitelikteki gayrimenkulleri ticari maksatla işletemez ve bu amaçla personel istihdam edemezler. Bununla birlikte SPK bu yasağa belli istisnalar getirmiştir.

İlk olarak, GYO portföyünde kira geliri elde etme amacına yönelik gayrimenkuller varsa, bu gayrimenkuller veya onların bağımsız bölümlerine ilişkin olarak güvenlik, temizlik, genel idare ve buna benzer nitelikteki temel hizmetler GYO tarafından sunulabilmektedir.

İkinci olarak, GYO'lar, kendi portföyünde yer alan gayrimenkuller ile gayrimenkul projelerinin pazarlanmasına ve değerinin artırılmasına yönelik olarak yapılacak reklam ve promosyon faaliyetlerinde bulunabilmektedirler.

Son olarak da, münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek GYO'lar, altyapı tesislerine ilişkin üretim lisansına veya benzeri başka imtiyazlara sahip olmak koşuluyla söz konusu tesislerde gerçekleştirilecek anılan lisansa ve/veya imtiyaza bağlı faaliyetleri doğrudan kendileri yürütebilmektedirler.

GYO'lar kendi personeli vasıtasıyla portföye konu olan veya olacak projeler hariç olmak üzere başka kişi ve kuruluşlara proje geliştirme, proje kontrol, mali fizibilite, yasal izinlerin takibi ve buna benzer hizmetler veremezler. Bir başka deyişle, üçüncü kişilere bu faaliyetler kapsamında danışmanlık ve benzeri hizmetler vermeleri mümkün değildir.

GYO'ların kredi vermesi açıkça yasaklanmıştır. Söz konusu kredi verme yasağı ile, GYO mali kaynaklarının korunması amaçlanmaktadır. Benzer şekilde, GYO'ların ilişkili taraflarına herhangi bir mal veya hizmet satımı işlemine dayanmayan borç vermeleri de mümkün değildir ve belgeye dayandırılmayan ve piyasa rayicinden bariz farklılık gösteren bir harcama veya komisyon ödemesinde de bulunamazlar.

Son olarak GYO Tebliği ile, GYO'ların sürekli olarak kısa vadeli gayrimenkul alım satımı yapmalarının da önüne geçilmesi amacıyla bu şekilde kısa vadede alım satım yapmaları yasaklanmaktadır.

2. Borçlanma Sınırlamaları

SPK düzenlemesi uyarınca, GYO'lar fon ihtiyaçlarını veya portföyleri ile ilgili maliyetleri karşılamak amacı ile hesap dönemi sonunda hazırladıkları konsolide olmayan finansal tablolarında yer alan öz sermayelerinin beş katına kadar borçlanabilirler. Belirtilen sınırın hesaplanmasında gayri nakdi krediler ile finansal kiralama işlemlerinden doğan borçlar da dikkate alınmaktadır.

GYO'lar ihraç limitine tabi olarak borçlanma aracı ihraç edebilmektedirler. GYO'ların kullandığı krediler sermaye piyasası mevzuatına göre hesaplanacak ihraç limitinden düşülmektedir. Borçlanma araçları dışında gayrimenkul sertifikası ve portföylerindeki gayrimenkullerinin satışından veya satış vaadi sözleşmelerinden kaynaklanan senetli

alacakları ile kira gelirlerini teminat göstererek varlık teminatlı menkul kıymetler de ihraç edebilmeleri ve bu yolla borçlanabilmeleri de mümkündür.

Ayrıca, GYO Tebliği madde 22'de, GYO'ların, belirtilen istisnalar dışında⁴⁸⁰, herhangi bir şirketin sermaye ya da oy haklarının %5'inden fazlasına sahip olamayacağı düzenlenmektedir.

3. Portföy Sınırlamaları

GYO Tebliği'nde, GYO'ların faaliyet amaçlarına uygun hareket etmeleri için çeşitli portföy sınırlamaları öngörülmektedir. Bu sınırlamalar aşağıdaki şekildedir:

Gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı haklara ve gayrimenkul projelerine aktif toplamının en az % 51'i oranında yatırım yapmak zorundadırlar. Böylece portföyün önemli bir kısmının gayrimenkul yatırımlarından oluşması sağlanmak istenmektedir.

Sermaye piyasası araçları, ters repo ve Takasbank para piyasası işlemleri ile iştiraklerin tamamına en fazla aktif toplamının % 49'u oranında, bu varlıklar içerisinde yer alan yatırım amaçlı Türk Lirası veya yabancı para cinsinden mevduat/katılma hesabına ise en fazla aktif toplamının % 10'u oranında yatırım yapabilirler.

Yabancı gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına ve faaliyet konusu yalnızca gayrimenkul olan yurt dışında kurulu şirketlere aktif toplamının en çok % 49'u oranında yatırım yapabilirler.

Portföyünde bulunan ve alımından itibaren beş yıl geçmesine rağmen üzerlerinde proje geliştirilmesine yönelik herhangi bir tasarrufta bulunulmayan arsa ve arazilerin oranı aktif toplamının %20'sini aşamaz. Böylece, SPK atıl yatırımların elde tutulmaması ve bir proje çerçevesinde kullanılmasını, dolayısıyla değerlendirilmesini istediğini göstermektedir. Nitekim, GYO'ların nihai amacı yatırımlardan gelir elde ederek kar etmek ve bu karı yatırımcılar ile paylaşmaktır.

Belirli alanlarda faaliyet göstermek veya belirli projelere yatırım yapmak üzere kurulan GYO'ların aktif toplamının en az %75'inin, unvanlarında ve/veya esas sözleşmelerinde belirtilen varlıklardan oluşması zorunlu tutulmaktadır.

Son olarak GYO Tebliği'nde, genel amaçlı gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerini sektör, bölge ve gayrimenkul bazında çeşitlendirmeleri ve uzun vadeli yönetmelerinin esas olduğu açık bir şekilde hükme bağlanmıştır.

⁴⁸⁰ GYO Tebliği'nde sayılan şirket türleri bu sınırlamadan istisna tutulmaktadır. Bkz. EK 1.

F. GYO'lar ile Gayrimenkul Projelerinin Finansmanı ve Kira Sertifikaları ile Karşılaştırılması

GYO'lara ilişkin SPK Tebliği'nde yer alan düzenlemeler kısaca yukarıdaki satırlarda açıklanmaya çalışılmıştır. Bu düzenlemelere bakıldığında, GYO'ların yüksek gelir getiren ya da getirmesi umulan gayrimenkullere veya projelere yatırım yaptığı ve özellikle düzenli kira geliri elde etmeyi amaçladığı görülmektedir.

GYO'lar yatırımcılardan topladıkları fonlar ile gayrimenkul projeleri geliştirip bu projelere yatırım yapmaktadır. Ancak yukarıda da açıklandığı üzere projenin inşaat işini direkt kendisi üstelenememekte, inşaat işlemlerini yerine getirmesi için müteahhitler ile anlaşılmaktadır. Bu durumda projelerin üçüncü kişiler tarafından yüklenilmesi gerekmektedir.

Böylece, GYO'ların arazi ve proje geliştirme finansmanı ile inşaatın finansmanı için uygun birer sermaye piyasası kurumu olduğu söylenebilecektir.⁴⁸¹ Ancak kira sertifikalarından farklı olarak gayrimenkul alımlarında kurumsal alıcının finansmanı GYO'lar ile söz konusu değildir.

Nitekim, GYO pay senedini elinde bulunduran yatırımcılar, şirketin kar etmesi neticesinde kar payı elde etmektedirler. Kira sertifikalarında ise kurumsal yatırımcılar bir gayrimenkulü satın almak için dahi kira sertifikası ihraç ederek yatırımcılardan bu amaçla fon toplayabilmektedirler. Dolayısı ile GYO'larda gayrimenkul projesine yatırım yapıldığında da, bu yatırım ortaklığının nihai amacı tamamlanmış projenin devri ya da kiraya verilmesi gibi bir hukuki işlem neticesinde kar elde etmektir.⁴⁸²

GYO payları borsaya kote olduğundan likit olamayan bir varlık olarak gayrimenkule yapılan yatırım likiditesi yüksek bir araca dönüşmektedir. Kira sertifikalarında ise, kira sertifikalarının borsada işlem görmesi ve yaygınlaşmasına bağlı olarak likiditesinin yüksekliği değişmektedir.

Kira sertifikalarında vade belli olduğundan yatırımcıların alacağı ödemelerin zamanı da bellidir. Ancak GYO'larda şirketin kar elde etmemesi ya da kar elde etse bile kar dağıtmamaya karar vermesi durumunda, GYO pay sahibi olarak yatırımcıların her zaman ödeme alması mümkün olmayabilir. Bir başka deyişle, yatırımcılar şirketin temettü dağıtım politikasından etkilenmektedir.⁴⁸³

⁴⁸¹ Aktif Bank, **Gayrimenkul Sektörü için Yeni Nesil Finans Araçları**, s. 4.

⁴⁸² Ergene, **a.g.e.**, s. 202.

⁴⁸³ Aktif Bank, **Gayrimenkul Sektörü için Yeni Nesil Finans Araçları**, s. 6.

III. Gayrimenkul Yatırım Fonları

Genel olarak gayrimenkule ilişkin ve gayrimenkul yatırımlarında kullanılan bir diğer sermaye piyasası aracı da, yine bir kolektif yatırım kuruluşu olan gayrimenkul yatırım fonlarıdır. Bu fonların nasıl işlediği ve gayrimenkul projeleri finansmanındaki rollerinin ne olabileceğine değinmeden önce, kısaca yatırım fonlarının ne olduğundan bahsedilecek, akabinde bu fon türü SPK düzenlemeleri ışığında analiz edilecektir.

A. Kısaca Yatırım Fonları ve Tanım

Yatırım fonları da tıpkı yatırım ortaklıklarında olduğu gibi, yatırımcının biriken paralarının, uzman kişiler tarafından en iyi şekilde değerlendirilmesi ve aynı zamanda yatırım riskinin belli kişiler arasında dağıtılmasının sağlanması amacıyla ortaya çıkmış bir sermaye piyasası kurumudur.⁴⁸⁴

Yatırım fonları hem sabit sermayeli hem de değişken sermayeli olarak kurulabilmektedir. Sabit sermayeli yatırım fonlarında, sermaye ihraç edilmiş olan katılma belgeleri ile sınırlı iken; değişken sermayeli yatırım fonlarında, fon sermayesi ihtiyaçlar doğrultusunda değişebilmektedir.⁴⁸⁵

Yatırım fonları mevzuatımızda SerPK madde 52’de tanımlanmaktadır. Bu düzenlemeye göre yatırım fonları; tasarruf sahiplerinden fon katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre SPK tarafından belirlenen varlık ve haklardan oluşan portföy veya portföyleri işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından fon iç tüzüğü ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan malvarlığıdır.

Tanımdan da anlaşılacağı üzere, hangi tür yatırım fonu olursa olsun hepsinde bazı ortak unsurlar mevcuttur. İlk olarak, fon sermayesi yatırımcılardan toplanmaktadır; ikinci olarak, bu sermaye ile sadece SPK tarafından belirlenen varlıklara yatırım yapılabilmektedir; üçüncü olarak, fonun kurucusu sadece portföy yönetim şirketleri olabilmektedir ve son olarak fon portföyü inançlı mülkiyet esaslarına göre yönetilmelidir. Bu durumda yönetici ortak olan portföy yönetim şirketi inanılan, katılma belgesi alan yatırımcılar ise inanan olarak hareket etmektedir.⁴⁸⁶ Dolayısı ile, yatırımcılar ile fon yöneticisi arasında fon malvarlığı için bir inançlı sözleşme bulunmaktadır.⁴⁸⁷

⁴⁸⁴ Kemal Tahir Gürsoy, **Mukayeseli Hukukta, Özellikle Türk ve İsviçre Hukuklarında Yatırım Fonları**, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 1977, s. 2.

⁴⁸⁵ A.e., s. 5.

⁴⁸⁶ Yasaman, **Yatırım Fonları**, s. 193.

⁴⁸⁷ Adıgüzel, **a.g.e.**, s. 169.

Sermaye piyasası mevzuatımız kapsamında; emeklilik yatırım fonları, borsa yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım fonları ve gayrimenkul yatırım fonları olmak üzere toplam dört çeşit yatırım fonu düzenlenme altına alınmaktadır.

Emeklilik yatırım fonları, Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik⁴⁸⁸ ile düzenlenmektedir. Bu düzenleme uyarınca emeklilik yatırım fonları kısaca, emeklilik sözleşmesi çerçevesinde alınan ve katılımcılar adına bireysel emeklilik hesaplarında izlenen katkılarının, riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet esaslarına göre işletilmesi amacıyla oluşturulan tüzel kişiliği olmayan bir malvarlığıdır.

Borsa yatırım fonları, III-52.2 sayılı Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği⁴⁸⁹ ile düzenlenmektedir. SPK'nın düzenlemesi uyarınca bu fon tipi; katılma payları BİAŞ'ta işlem gören, fon portföyünün kompozisyonunu yansıtabilecek şekilde portföyde yer alan varlıkların veya sadece nakdin teslimi suretiyle katılma payı oluşturabilen ya da katılma paylarının iadesi karşılığında söz konusu katılma paylarına karşılık gelen varlıkların veya sadece nakdin alınmasına imkan veren, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre portföy işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından bir içtüzük ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan bir malvarlığıdır.

Girişim Sermayesi Yatırım Fonları, III-52.4 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği⁴⁹⁰ ile düzenlenmekte ve düzenlemede, SerPK uyarınca nitelikli yatırımcılardan katılma payı karşılığında toplanan para ya da iştirak paylarıyla, pay sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre, mevzuatta belirlenen varlık ve işlemlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla SPK'dan faaliyet izni alan portföy yönetim şirketleri ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri tarafından bir içtüzük ile süreli olarak kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan bir malvarlığı olarak tanımlanmaktadır.

Gayrimenkul yatırım fonlarına ilişkin detaylı düzenlemeler, SPK'nın III-52.3 sayılı Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği⁴⁹¹'nde hüküm altına alınmaktadır. Bu düzenlemede gayrimenkul yatırım fonları; nitelikli yatırımcılardan katılma payları karşılığında

⁴⁸⁸ 13 Mart 2013 tarih ve 28586 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/03/20130313-13.htm>, 24 Şubat 2018.

⁴⁸⁹ 9 Temmuz 2013 tarih ve 28702 sayılı, Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/07/20130709-14.htm>, 24 Şubat 2018.

⁴⁹⁰ 2 Ocak 2014 tarih ve 28870 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140102-4.htm>, 24 Şubat 2018.

⁴⁹¹ 3 Ocak 2014 tarih ve 28871 Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140103-5.htm>, 24 Şubat 2018.

toplanan paralarla, pay sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre mevzuatta belirlenmiş olan varlık ve işlemlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla SPK'dan faaliyet izni alan portföy yönetim şirketleri ve gayrimenkul portföy yönetim şirketleri tarafından bir içtüzük ile süreli veya süresiz olarak kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan malvarlığı olarak tanımlanmaktadır.

Tezimizin konusu kapsamında gayrimenkul yatırım fonları ile gayrimenkul yatırımları inceleneceğinden bu fon tipi ile ilgili detaylı düzenlemeler ve fonun işleyişine aşağıdaki satırlarda yer verilmektedir.

B. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Kuruluşu

4 Mart 2018 tarihi itibari ile Türkiye'de ihraç belgesi onaylanmış olan 33 tane GYF bulunmaktadır.⁴⁹²

GYF'ler, sadece SPK tarafından yetkilendirilmiş olan portföy yönetim şirketleri ve gayrimenkul portföy yönetim şirketleri tarafından kurulabilmektedir. Dolayısı ile yukarıda açıklanan GYO'lardan da farklı olarak, GYF'lerde kuruculara ilişkin bir sınırlama mevcuttur.

Gayrimenkul yatırım fonlarının kurulabilmesi için hazırlanacak fon iç tüzüğüne SPK tarafından onaylanması gerekmektedir. Fon iç tüzüğüne hukuki niteliği GYF Tebliği'nde açıkça belirlenmektedir. Buna göre; fon katılma payı alan yatırımcılarla, portföy saklayıcısı ve portföy yöneticisi arasında fonun, mevzuattaki düzenlemelere uygun olarak inançlı mülkiyet esasları çerçevesinde işletilmesini, saklanmasını ve yönetilmesini düzenleyen bir sözleşmedir.

GYF Tebliği madde 6'nın ikinci fıkrası uyarınca içeriği belirlenmiş olan fon iç tüzüğü iltihaki bir sözleşme olduğu düzenlenmektedir. Doktrinde iltihaki sözleşmelerin, sözleşmenin bütün hükümlerinin, önceden bir tarafça tespit edildiği sözleşme türü olduğu ifade edilmektedir.⁴⁹³

Fon tüzüğüne SPK tarafından onaylanmasının akabinde onay kararının tebliğ edildiği tarihi izleyen altı iş günü içerisinde ilgili ticaret siciline tescil edilmesi gerekmektedir. İç tüzüğüne tescilinden itibaren en geç altı ay içerisinde fon katılma paylarının ihracı için SPK'ya ihraç belgesinin onaylanması amacıyla başvurulması zorunludur. Aksi durumda, iç tüzük sicilden terkin edilir.

Fon tarafından ihraç edilecek katılma paylarının sadece nitelikli yatırımcılara satılabileceği hüküm altına alınmaktadır.

⁴⁹² İhraç Belgesi Onaylanan Gayrimenkul Yatırım Fonları, (çevrimiçi), <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/1257>, 4 Mart 2018.

⁴⁹³ Oğuzman/ Öz, **Borçlar Hukuku**, s. 26.

GYF Tebliği'nde yer alan düzenlemeler uyarınca, GYF katılma paylarının itibari değeri bulunmamakla birlikte, fon toplam değerinin katılma paylarının sayısına bölünmesi ile fon birim pay değeri tespit edilmektedir. Bu paylar yine nitelikli yatırımcılara arasında devredilebilir.

C. Kurucu ve Fonun Malvarlığı

GYF kurucularının organizasyon yapısına ilişkin zorunluluklar da mevzuatta hüküm altına alınmaktadır. GYF'lerin niteliğine uygun olarak profesyonel bir yönetim sağlamak isteyen SPK, gayrimenkul portföy yönetim şirketleri dışındaki portföy yönetim şirketlerinin kurucu olması halinde; yönetim kurulu üyelerinden en az bir tanesinin gayrimenkul yatırımları dışında en az beş yıllık bir tecrübeye sahip olması gerekmektedir. Söz konusu tecrübe şartına, gayrimenkul alım satım işlerinin dahil olmadığı açıkça belirtilmektedir. Buna ek olarak; yine gayrimenkul portföy yönetim şirketleri dışındaki portföy yönetim şirketlerinin; gayrimenkul değerlendirme lisansına sahip bir değerlendirme uzmanı ve genel müdür ile yukarıda belirtilen tecrübeye sahip yönetim kurulu üyesinden oluşan bir yatırım komitesi kurulması gerekmektedir.

GYF Tebliği'nde belirtilen kriterleri haiz bir kurucu tarafından fonun kurulmasını takiben, katılma payı ihraçları ile oluşturulacak fon malvarlığına ilişkin açık bir düzenleme mevcuttur. Bu düzenlemeye göre, ihraç edilecek katılma payları karşılığında nitelikli yatırımcılardan toplanmış olan gelirin, ihraç belgesinde belirtilen yatırımlara yönlendirilmesi zorunludur. Bu yatırımlar neticesinde oluşacak olan fon malvarlığı ise, kurucu ve portföy saklayıcısının malvarlığından ayrıdır. Böylece, fon kurucusunun ve portföy saklayıcısının malvarlığında, bu kişilerin kendi borçları veya tabi oldukları mevzuat sebebi ile meydana gelecek azalmalar ile üçüncü kişilerin bu malvarlıkları üzerinde hak iddia etmeleri gibi durumlardan, GYF malvarlığının ve dolayısı ile yatırımcıların zarar görmesi önlenmektedir.

D. GYF Faaliyetlerine Yönelik Esaslar

GYO'lara benzer bir şekilde, GYF'lerde de SPK tarafından, fonun faaliyet ve yatırım esasları, fon büyüklüğü ve fon portföyüne ilişkin birtakım sınırlamalar getirilmiştir.

Bu sınırlamaların en başında asgari portföy büyüklüğü gelmektedir. GYF Tebliği madde 17 uyarınca, fonun portföy değerinin asgari 10.000.000 TL olması gerekmektedir. SPK fonun büyüklüğünün bu değere ulaşması için gereken süreyi, katılma paylarının nitelikli yatırımcılara satışına başlanmasından itibaren en geç bir yıl olarak belirlemektedir. GYF Tebliği'nde fonun bu sürenin sonunda belirlenen değere ulaşılması halinde sona ereceği hüküm altına alınmaktadır. Bu yönde bir şart ile SPK'nın piyasada belli bir büyüklüğün altında faaliyet göstermeye çalışan fonlardansa, yatırımcılardan talep gören ve belli bir değer üzerinde yatırım yapabilme gücüne sahip fonların aktif olmasını hedeflediği anlaşılmaktadır. Nitekim

gayrimenkul yatırımları genellikle yüksek fon gerektiren yatırımlardır. Bu açıdan minimum fon değeri düzenlemesinin yerinde olduğu kanaatindeyiz.

Fonun yapacağı yatırımlar esnasında, GYF kurucularının fon adına yapabileceği işlemler de mevzuatta tek tek sayılmıştır. Bu düzenlemeye göre GYF kurucuları; alım satım karı veya kira geliri elde edilmesi amacıyla başta gayrimenkul satın almak, satmak ve kiralamak gibi işlemleri yapabilmektedir. Ancak, fon mülkiyetine alınacak bina ve yapıların, yapı kullanma izninin alınmış, kat mülkiyetinin tesis edilmiş olması gerekmektedir. Zira, bu düzenleme ile fona yatırım yapan yatırımcılar korunmaktadır.

GYF Tebliği uyarınca fon, kurucunun yönetim kurulu tarafından temsil edilmekte ve kurucusu ile portföy yöneticisi tarafından yönetilmektedir. Bu düzenleme ile, fonun yönetimi sırasında yapılamayacak işlemlere ilişkin açık sınırlamalar getirilmektedir. Bu sınırlamalardan en önemlisi, GYF'lerin hiçbir şekilde gayrimenkul projelerine yatırım yapamayacağı ve gayrimenkullerin inşaat işlerini üstlenemeyeceğine ilişkin düzenlemedir. Her ne kadar, GYO'ların da gayrimenkul projelerinin inşaat işlerini üstlenebilmesi mümkün olmasa da, GYF'lerin aksine, gayrimenkul projelerine yatırım yapabilmektedirler. Bu durumda, GYF'lerde GYO'lar ve kira sertifikalarından farklı olarak, gayrimenkul projelerinin finanse edilebilmesi mümkün değildir.

Yukarıda belirtilen yasak dışında, GYF'nin yönetilmesine ilişkin diğer sınırlamaların GYO'lar ile paralel olduğu görülmektedir. GYF Tebliği madde 18'in ikinci fıkrası uyarınca, bu fon tipinin başkalarına proje geliştirme ve yasal hizmetlerin takibi gibi hizmetler vermesi; otel, hastane, konut sitesi ve iş merkezi gibi gayrimenkulleri ticari maksatla kendisinin işletmesi; kısa vadeli gayrimenkul alım satımı yapması; türev araçlarla fon portföyünü koruma amacı dışında yatırım yapabilmesi; altın, kıymetli madenler ve diğer emtialar ile bunlara dayalı vadeli işlem sözleşmelerine yatırım yapması mümkün değildir.

Bu sayılanlara ek olarak, GYF'ler, yurt dışında gayrimenkul alım, satım ve kiralama faaliyetlerinde de bulunamamaktadır. Halbuki, GYO'ların, mülkiyetlerini edinmek kaydı ile yurt dışındaki gayrimenkullere belli portföy sınırlaması dahilinde yatırım yapabilmeleri mümkündür.

Dolayısı ile, GYO'lar ve hatta başka üçüncü kişi ihraççılar tarafından ihraç edilen kira sertifikası gelirleri ile, yurt dışındaki bir gayrimenkul projesinin finanse edilebileceğini söyleyebiliriz. Bir başka deyişle, kira sertifikası ihracından elde edilen gelirlerin yurt dışındaki faaliyetlerin veya projelerin finansmanında kullanılmasında bir sınırlama olmazken, GYF'lerin fon katılım payı ihraçlarından elde ettikleri gelirler ile yurt dışında gayrimenkul yatırımı yapmasının mümkün olmadığı görülmektedir.

E. GYF’lerde Portföy Sınırlamaları

SPK GYF’lerin portföylerine ilişkin GYO düzenlemesine paralel bir şekilde çeşitli sınırlamalar getirmektedir. GYF Tebliği madde 19’da yer alan sınırlamalar şu şekildedir:

İlk olarak, GYF’nin toplam değerinin en az %80’inin gayrimenkul yatırımlarına yönlendirilmiş olması gerekmektedir. Maddede ifade edilen gayrimenkul yatırımlarına; gayrimenkul yatırım ortaklıklarınca ihraç edilen sermaye piyasası araçları, finansal tablolarında yer alan aktif toplamının devamlı olarak en az %75’i gayrimenkul yatırımlarından oluşan anonim ortaklıkların payları, gayrimenkul sertifikaları ve diğer gayrimenkul yatırım fonlarının katılma payları da dahil edilmektedir. Ancak, finansal tablolarında yer alan aktif toplamının devamlı olarak en az %75’i gayrimenkul yatırımlarından oluşan anonim ortaklıkların paylarına yapılacak yatırım için de özel bir sınırlama getirilmektedir. Bu anonim ortaklıklara yapılacak yatırımlar, GYF toplam değerinin en fazla %20’si oranında olmalıdır.

İkinci olarak, fonun toplam değerinin %20’sini tek başına aşan gayrimenkul yatırımlarının toplamının, GYF’nin toplam değerinin %60’ını aşmaması gerekmektedir. Ancak, GYF Tebliği’nde, yalnızca belirli bir gayrimenkule yatırım yapacak ya da belirli bir sektörde faaliyet gösterecek fonların bu sınırlamadan istisna tutulduğu belirtilmektedir.

Son olarak, üzerinde ipotek ve benzeri takyidatlar bulunan gayrimenkuller ile gayrimenkule dayalı hakların değerinin fon toplam değerinin %30’unu aşmaması zorunlu tutulmaktadır.

F. GYF’ler ile Gayrimenkul Projelerinin Finansmanı ve Kira Sertifikaları ile Karşılaştırılması

GYF’lere ilişkin SPK Tebliği’nde yer alan düzenlemeler, kısaca yukarıdaki satırlarda açıklanmaya çalışılmıştır. Söz konusu düzenlemelere bakıldığında, bu kolektif yatırım kuruluşu türü ile de, küçük yatırımcılardan toplanan paraların gayrimenkul yatırımları vasıtası ile değerlendirilmesinin amaçlandığı görülmektedir. Dolayısı ile, GYF’ler de GYO’lar gibi, yüksek gelir getiren ya da getirmesi umulan gayrimenkullere veya projelere yatırım yapmaktadır. Böylece hem kira gelirleri hem de gayrimenkul değer artışlarından fayda elde edilebilmektedir.⁴⁹⁴

Gayrimenkul yatırımlarından fayda elde etmeyi amaçlarken aynı zamanda sektöre de fon sağlayan GYF’lerin kira sertifikalarından en önemli farkının, GYF’ler ile gayrimenkul projelerinin finanse edilememesi olduğu görülmektedir. Zira GYF Tebliği’nde, GYF’lerin

⁴⁹⁴ Deniz Kahraman, “Gayrimenkul Yatırım Fonları”, **Gösterge**, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, Güz 2017, s. 32.

gayrimenkul projelerine yatırım yapamayacağı açıkça hüküm altına alınmaktadır. Ancak kira sertifikası ihracından kaynak kuruluşun veya fon kullanıcının elde ettiği gelir gayrimenkul projelerine aktarılabilmekte olup buna ilişkin bir sınırlama yoktur. Benzer şekilde, GYO'lar da, her ne kadar projelerin inşaat işlerini kendileri üstlenemese de gayrimenkul projelerine yatırım yapabilmektedirler.

Sonuç olarak, GYF'ler proje geliştirme finansmanı ile inşaatın finansmanı için uygun birer sermaye piyasası kurumu değildirler.

GYF'lerin kira sertifikalarından bir diğer önemli farkı yukarıda da bahsedildiği gibi yurt dışında yapılan yatırımlara ilişkindir. GYF'ler, SPK düzenlemesi uyarınca yurt dışında gayrimenkul alım, satım ve kiralama faaliyetlerinde de bulunamamaktadır. Bununla birlikte, kira sertifikası ihracından elde edilen gelirlerin yurt dışındaki faaliyetlerin veya projelerin finansmanında kullanılabilmektedir.

IV. Gayrimenkul Sertifikaları

Uygulamada çok yaygın olmamakla birlikte, gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılabilecek bir diğer sermaye piyasası aracı da gayrimenkul sertifikalarıdır.

Gayrimenkul sertifikaları SPK'nın VII-128.2 sayılı Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği⁴⁹⁵ ile düzenlenmektedir. Söz konusu tebliği uyarınca gayrimenkul sertifikaları; halihazırda inşa edilmekte veya edilecek olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç edilen ve finanse edilecek gayrimenkul projesinin belli bağımsız bölümlerini veya bu bağımsız bölümlerin belirli bir "alan birimini" temsil eden nominal değeri eşit sermaye piyasası aracıdır. İlgili tanımda bu sermaye piyasası aracının gayrimenkul finansmanı amacına özgü olduğu açıkça belirtilmektedir. Mevzuatta yer alan tanıma bakıldığında gayrimenkul projesinin türü bakımından bir ayırım yapılmadığı ve projenin inşaatına başlanmış olmasının zorunlu tutulmadığı görülmektedir.

Gayrimenkul projelerinin finansmanı amacı bakımından kira sertifikaları ile büyük benzerlik gösterse de, gayrimenkul sertifikaları sürecin işleyişi, ihracı ve toplanan fonun kullanılması gibi pek çok noktada kira sertifikalarından ayrılmaktadır. Bu farklılıkların ortaya konulması için öncelikle aşağıdaki satırlarda gayrimenkul sertifikalarının kısaca analizine yer verilecektir.

⁴⁹⁵ 5 Temmuz 2013 tarih ve 28698 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan VII-128.2 sayılı **Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği**, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/main.aspx?home=http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/07/20130705.htm&main=http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/07/20130705.htm>, 10 Mart 2018.

A. Gayrimenkul Sertifikalarının Ortaya Çıkışı

Gayrimenkul sertifikalarının ortaya çıkmasında, büyük inşaat projelerinin finansmanı için kaynak toplanabilmesi amacının yanı sıra, sertifika sahibi yatırımcıların sahip oldukları sertifikaların değerinin karşılığı olan bağımsız bölümlere malik olmalarını sağlama fikri önemli olmuştur.⁴⁹⁶ Böylece gayrimenkul sertifikasına yatırım yapan yatırımcılar, ilgili gayrimenkul projesine ortak olmaktadır.

Ülkemizde gayrimenkul sertifikalarının ilk uygulamaları, 1989 yılında konut sertifikaları ileri görülmüştür. Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi tarafından İstanbul Halkalı Toplu Konut Sertifikaları olarak ihraç edilmiştir.⁴⁹⁷

Bu uygulamanın sonrasında Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 1995 yılında gayrimenkul sertifikaları gündeme alınmış ve 20.07.1995 tarihli ve 22349 sayılı Resmi Gazete’de Seri III-19 no.’lu “Gayrimenkul Sertifikalarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği” çıkarılmıştır. Bu tebliğ kapsamında ikinci gayrimenkul sertifikası ihracı Türkiye Emlak Bankası A.Ş. tarafından 1996 yılında İstanbul’da Ataşehir konut projesinin finansmanı için gerçekleştirilmiştir. Bu kapsamda 382 konut için gayrimenkul sertifikası ihraç edilmiştir.⁴⁹⁸

Bu projenin ve ihracın tamamlanmasının ardından Türkiye’de gayrimenkul sertifikaları uygulaması 2017 yılına kadar olmamıştır. 2013 yılında SPK tarafından yeni tebliğin yayımlanması ve bu tebliğde de değişiklikler yapılmasını takiben, 2017 yılında TOKİ tarafından Park Mavera 3 adlı gayrimenkul projesinin finansmanı için 143,2 milyon TL değerinde gayrimenkul sertifikası halka arz edilmiştir.⁴⁹⁹

B. Gayrimenkul Sertifikalarının Kısaca Esasları ve Unsurları

Tebliğde yer alan tanımda belirtildiği üzere, ihraç edilen gayrimenkul sertifikaları, ilgili projenin belli bir bağımsız bölümlerini ya da bağımsız bölümlere ilişkin belirli bir alanı temsil etmektedir. Dolayısıyla, gayrimenkul sertifikasını elinde bulunduran yatırımcı, sertifikasının temsil ettiği alan üzerinde hak sahibi olacaktır. Ancak bu hakkın ne zaman ve ne şekilde tesis edileceği ilgili ihraç belgesinde veya izahnamede belirlenecektir.

⁴⁹⁶ Kemal Oğuzman, Özel Sektörde Gayrimenkul Sertifikası Sistemi Kurulması, “**Prof. Dr. Reha Poroy’a Armağan**”, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi, 1995, s. 307.

⁴⁹⁷ Özgür Kocabaşoğlu, **Gayrimenkul Sertifikaları**, (çevrimiçi), <http://www.erdem-erdem.av.tr/yayinlar/hukuk-postasi/gayrimenkul-sertifikalari/>, 10 Mart 2013.

⁴⁹⁸ A.e.

⁴⁹⁹ **Türkiye’nin İlk Gayrimenkul Sertifikası Halka Arz Sonuçları**, (çevrimiçi), <https://www.ntv.com.tr/ekonomi/turkiyenin-ilk-gayrimenkul-sertifikasi-halka-arz-sonuclari,tcRDldCZHUWgICsA4H6woA>, 10 Mart 2018.

Gayrimenkul sertifikası sahiplerinin itfa zamanında asli edimi veya tali edimi talep etme hakkı bulunmaktadır. Asli edim; sertifika sahipleri adına kat mülkiyetinin tesis edilerek bağımsız bölümün teslim edilmesi anlamına gelmektedir. Tali edim ise, yatırımcıların gayrimenkul sertifikalarına karşılık gelen bağımsız bölümlerin satılması karşılığında elde edilen gelirin, ellerinde bulundurdıkları sertifika oranına göre dağıtılmasıdır. Yatırımcıların, ilgili izahname veya ihraç belgesinde açıklanan esaslar çerçevesinde her iki edimden birini talep etme hakkı bulunmaktadır.

Gayrimenkul sertifikası ihraçlarında SPK, hem yatırımcıyı koruma hem de hem de projenin gidişinin takip edilebilmesi için edim sorumlusu mekanizmasını getirmiştir. Mevzuat kapsamında yetkilendirilmiş bulunan bağımsız denetim şirketleri edim sorumlusu olabilmektedir. Edim sorumluları, edimlerinin izahname ve ihraç belgesinde belirtilen esaslara uygun gerçekleşip gerçekleşmediğinden ve tali edim ifalarında ilgili bölümlerin satış fiyatının düzenlemelere uygun olup olmadığının tespitinden sorumludur. Bu amaçla da yatırımcıların bilgilendirilmesi için, aylık güvence raporu hazırlanarak, bu raporun KAP'ta ilan edilmesi zorunlu tutulmaktadır. Tebliğ uyarınca, ihraççıların edimleri gerektiği gibi yerine getirememesi durumunda ise cezai şart ödemesi zorunlu tutulmaktadır.

Edim sorumlusu ve cezai şart mekanizmalarına ek olarak, yatırımcıların korunması amacıyla SPK'nın yurtiçinde sadece nitelikli yatırımcıya satış yapılması, ihraç edilecek sertifikaların derecelendirilmesini ve cezai şartın ödenmesinin garanti altına alınmasını talep etme yetkisi bulunmaktadır.

Gayrimenkul sertifikalarının ihraç bedelinin tespitinde tebliğde yer alan düzenlemeler uyarınca yaptırılacak değerlendirme raporunun referans alınması zorunlu tutulsa da, bedeli belirleme yetkisi herhangi bir üst sınıra tabi olmaksızın ihraççıya bırakılmıştır.

C. Gayrimenkul Sertifikası İhracı

Gayrimenkul sertifikalarına ilişkin SPK tebliği uyarınca, gayrimenkul sertifikası ihraç ederek finansman sağlamak isteyen ihraççıların belli kriterleri haiz olması gerekmektedir. Bunlardan en önemlisi ihraççıların, söz konusu gayrimenkul sertifikası ihracına konu projenin en az yarısı büyüklüğünde bir projeyi ihraçtan önceki beş yıl içerisinde tamamlamış olmasıdır. Böylece, inşaat sektöründe yeterli tecrübesi olanların ihraççı olması sağlanmak istenmektedir.

Diğer bir önemli ön şart ise, gayrimenkul projesinin gerçekleştirileceği arazinin mülkiyetine sahip olunması ve arsa tapusunun kat irtifakı tapusuna çevrilmesi veya arsa üzerinde ihraççı lehine kat irtifakı tesis edilmiş olmasıdır. Bu ön şartın, özellikle edimlerin ifası sürecindeki, yatırımcı lehine mülkiyet hakkının tesis edilebilmesi ya da bağımsız bölümlerin satılabilmesi aşamalarında üçüncü kişilerin hak iddialarıyla karşılaşılmasından dolayı önemli olduğu ortadadır.

Belirtilen şartlar dışında, sermaye şartı ve ihraççıların derecelendirme notu almış olması gibi ek kriterler de belirlenmiştir. Buna göre; ihraççıların öz kaynaklar toplamının ödenmiş ya da çıkarılmış sermayelerinden yüksek olması ve derecelendirme kuruluşlarından yatırım yapılabilir seviyeye denk gelen uzun vadeli derecelendirme notu almış olması gerekmektedir. Sadece ihraççının TOKİ, İller Bankası veya bu kuruluşların bağlı ortaklığı ve iştirakleri olması durumunda belli istisnalar düzenlemede yer almaktadır.

Gayrimenkul sertifikaları yurtiçinde halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcıya satılarak ya da yurt dışında ihraç edilebilmektedir.

Gayrimenkul sertifikası ihracı sonucunda, yatırımcılardan toplanan fonun kullanımına ilişkin bazı sınırlamalar bulunmaktadır. Bu sınırlamalarla, ihraççıların elde ettikleri kaynağı, ilgili gayrimenkul projesini tamamlamak için kullandığından emin olunmak ve dolayısıyla projenin kesin olarak tamamlanması sağlanmak istenmektedir. Bu fon sadece inşaatın tamamlanması veya bu projenin finansmanı için kredi kullanılmış olması durumunda bunun geri ödenmesinde kullanılabilir.

Öncelikle toplanan fon yetkili kuruluş tarafından bir banka hesabına aktarılmaktadır. Sadece %25'i inşaat başlamadan önce, %65'lik kısmı ise inşaat ilerleme raporlarında belirlenen oranlarda proje ilerledikçe ve %10'u ise tüm edimlerin ifası tamamlandıktan sonra ihraççıya verilmektedir. Ayrıca, projenin gerçekleşmeyeceğinin veya tamamlanamayacağının kesinleşmesi durumunda hesapta kalan tutarın ihraççıya aktarılmayacağı da hüküm altına alınmaktadır.

Yukarıda açıklananlar dışında kentsel dönüşüm amaçlı projelerin finansmanı için ihraç edilecek gayrimenkul sertifikaları için de tebliğde düzenlenmeler yapılmıştır. Bu düzenlemelerde, kentsel dönüşüm amaçlı projelerin finansmanı amaçlı gayrimenkul sertifikası ihraç edebilecek ihraççının kim olabileceği ayrıca belirlenmiş olup, anlaşma sağlanması halinde kentsel dönüşüm projelerinde hak sahibi olan kişilere ihraç edilecek gayrimenkul sertifikalarından verilebilmesinin önü açılmıştır. Bir başka deyişle, dönüşüme konu konutların maliklerine, bu konutlar karşılığında belirlenecek sayıda gayrimenkul sertifikası verilebilecektir.

Ülkemizde bu sermaye piyasası araçlarının, ilgili tebliğin özellikle ihraççılar için kısıtlayıcı ve düzenleyici hükümler içeriyor olması ve daha projelerin başlangıç aşamasında yaptıkları satışlar ile gelir elde eden gayrimenkul sektörü aktörleri için ilgili çekici olmadığı düşünülmektedir.⁵⁰⁰

⁵⁰⁰ Abdulkadir Köroğlu, Gayrimenkul Sertifikası Modeli ve Türkiye’de Uygulanabilirliği, “**Gazi İktisat ve İşletme Dergisi**”, 2/1, 2016, s. 33.

D. Gayrimenkul Sertifikaları ile Gayrimenkul Projelerinin Finansmanı ve Kira Sertifikaları ile Karşılaştırılması

Gayrimenkul sertifikası ihracı, kira sertifikaları gibi belirli gayrimenkul projelerinin finansmanı için alternatif bir kaynak teşkil etmekte ve yatırımcılara yine aynı şekilde gayrimenkulün getirisine ortak olabilme imkanı vermekte ve dolayısı ile faizsiz kazanç elde etmelerini sağlamaktadır. Bu sermaye piyasası araçları da önceden belirli olan bir projenin finansmanı için ihraç edilebildiklerinden, kira sertifikalarında, İslami prensiplerin de bir gereği olarak, mutlaka bulunması gereken belirlilik özelliğini taşımaktadırlar.⁵⁰¹

Yukarıdaki açıklamalardan da anlaşıldığı üzere, gayrimenkul sertifikaları ve kira sertifikaları söz konusu gayrimenkul finansmanı olduğunda amaç ve getiri bakımından birbirine benzer iki sermaye piyasası aracıdır. Bununla birlikte özellikle ihraç, işleyiş ve itfa gibi noktalarda farklılıklar bulunmaktadır.

Öncelikle ihraç sürecine ilişkin farklılıklara değinmek gerekirse, ayrışan noktalar şu şekilde özetlenebilir: Sahipliğe, ortaklığa ve eser sözleşmesine dayalı kira sertifikası ihraçlarında, ihraç tutarı Kira Sertifikaları Tebliği uyarınca değerlendirme raporu ile tespit edilecek gerçeğe uygun değer %90'ını aşmamaktadır. Gayrimenkul sertifikası ihraçlarında ise, değerlendirme raporu ile belirlenecek olan değer referans alınacağı düzenlenmekte, fakat ihraç tutarına ilişkin herhangi bir üst sınır getirilmemektedir. Ayrıca, gayrimenkul sertifikalarının borsada işlem görmesi için başvuru yapılması zorunlu tutulmakta iken, kira sertifikalarında sadece halka arz söz konusu ise borsaya başvuru yapılması zorunluluğu bulunmaktadır.

Gayrimenkul sertifikası ihraçlarının işleyişinde de farklılıklar bulunmaktadır. Örneğin, edimlerin gereği gibi yerine getirilip getirilmediğinden sorumlu olan edim sorumlusu mekanizması, kira sertifikası ihracında bulunmamaktadır. İşleyişteki önemli farklardan bir diğeri ise, ihraççı tarafından öngörülmüş olması şartıyla, gayrimenkul sertifikalarının ihraççılar tarafından geri alınabilmesidir.

Gayrimenkul sertifikalarını kira sertifikalarından ayıran belki de en önemli fark, bu iki sermaye piyasası araçlarının itfasında ortaya çıkmaktadır. Gayrimenkul sertifikalarında, yatırımcıların asli edimi, yani, topladıkları gayrimenkul sertifikalarına karşılık gelen bağımsız bölüm üzerinde kendileri adına mülkiyet hakkının tesis edilmesini talep etme hakkı bulunmaktadır. Kira sertifikalarında ise, yatırımcılar elde bulundurdıkları kira sertifikaları oranına göre, elde edilecek gelirden pay sahibi olmaktadır. Bir başka deyişle, herhangi bir gayrimenkul projesinin finansmanı için kira sertifikası ihraç edilmesi durumunda, bu sertifikalara yatırım yapan yatırımcıların, proje tamamlandığında mülkiyeti talep etme hakkı

⁵⁰¹ Kulak, **a.g.e.**, s. 49.

bulunmamaktadır. Yatırımcılar sadece ilgili gayrimenkulün satılması gibi hukuki işlem neticesinde kaynak kuruluşun elde edeceği gelirden hak iddia edebilmektedirler. Asli edimler bakımından mevcut olan bu farklılığın her iki sermaye piyasası aracını birbirinden ayıran en önemli unsur olduğu söylenebilir.



SONUÇ

1960'lı yıllarda doktrin düzeyindeki çalışmalarla bir fikir olarak gelişmeye başlayan, İslam dini temelli bir finansal sistem olan İslami finans, özellikle 2000'li yıllarda nüfusunun çoğunluğu Müslüman olmayan ülkelerde de hızla yaygınlaşmaya başlamıştır. Günümüze gelindiğinde sadece Ortadoğu ve Müslüman coğrafyalarda değil, dünyanın Londra ve Singapur gibi önemli finans merkezlerinde de kullanılan ve işleyen alternatif bir yöntem olarak önemli bir yere sahiptir.

İslami finans sisteminin en önemli farkı İslam dini uyarınca faiz, haram sayılan faaliyetler, belirsizlik ve kumar yasağının sistemi şekillendirmesi ve bu yasaklar çerçevesinde finansal işlem ve ürün geliştirilmesidir.

İslami finansal ürünler, başta bankacılık faaliyetleri ile gelişmiştir. İslam dini kuralları olan şeri'at kurallarına uygun hukuki işlemler çerçevesinde yürütülen İslami bankacılık faaliyetleri ile finansal ihtiyaçlar karşılanmaya başlanmıştır. İslami bankacılık faaliyetlerinin gelişmesiyle birlikte, konvansiyonel finansal ürünlere alternatif olan İslami araçlar da ortaya çıkmaya başlamıştır. Bunlar İslami sigortacılık faaliyetleri ve İslami sermaye piyasalarıdır. Sonuç olarak, İslami finans olarak adlandırılan bu alternatif finans yönteminin günümüz uygulamalarında geldiği noktaya bakıldığında, konvansiyonel sistemde mevcut olan birçok finansal araca uygun bir alternatifi bünyesinde barındırdığı ve yine konvansiyonel sisteme paralel de geliştiği söylenebilmektedir.

İslami sermaye piyasası ürünleri temel olarak; İslami hisse senetleri, İslami yatırım fonları ve İslami tahvil olarak da adlandırılan sukuktan oluşmaktadır. Sukuk 2000'li yıllarda Malezya'da yapılan ihraçlarla birlikte gündeme gelmiş ve 2017 yılında sukuk ihracı 97,9 milyar Amerikan Doları'na ulaşmıştır. 2000'li yıllardan itibaren yapılan ihraçlar ile finansal sistem içerisinde kendine önemli bir yer edinerek son yılların önemli alternatif finansal aracı olarak ilgi çekmeye başlamıştır.

Söz konusu sermaye piyasası aracı, hem İslami finans kurumları hem de doktrin tarafından "dayanak varlık ve haklar üzerinde ortak mülkiyeti temsil eden sertifikalar" olarak tanımlanmaktadır. Sonuç olarak, sukukun, ihraç edilen sukuk türüne göre, ihraca dayanak varlığın elde ettiği gelirler üzerinde verdiği hakkın mülkiyet olduğu kabul edilmektedir.

Sukuk literatürde İslami tahvil olarak adlandırılabilir. Her ne kadar konvansiyonel sistemdeki bir sermaye piyasası aracı ile eşleştirme ya da benzetme ihtiyacı olsa da sukuk hem bir borçlanma aracı olan tahvilden hem de hisse senetlerinden birçok noktada ayrılmaktadır.

Tahvil ve sukuk arasındaki en önemli farklılık, sukukun bir varlığa dayanması, tahvilde ise ihraççının yatırımcılardan borç almasıdır. Bunun en önemli sonucu, sukuk yatırımcılarının dayanak varlığın riskini paylaşması ve dolayısı ile kar elde etme garantisi olmamasına karşın, tahvilde borç alan ihraççının borcunu ana para ve faiz olarak geri ödemesi sebebi ile yatırımcıların elde edeceği gelirin önceden belli olmasıdır. Dolayısı ile dayanak varlık ve/veya ondan elde edilen gelirden oransal mülkiyeti temsil eden sukukta gelir garantisi yoktur.

Sukuk ve hisse senedi de birbirinden farklı sermaye piyasası araçlarıdır. Zira, hisse senetleri yatırımcılara ortaklık hakkı vermekteyken, sukukta herhangi bir ortaklık hakkı bulunmamaktadır. Sukukta sadece belirlenmiş varlık veya hakta oransal pay sahipliği mevcuttur. Ek olarak, sukuk ihracında dayanak bir varlık olması gerekirken, hisse senetlerinde böyle bir zorunluluk da bulunmamaktadır.

Yukarıdaki satırlarda yapılan analizimizde de daha detaylı görüleceği üzere, varlığa dayalı bir sermaye piyasası aracı olan sukuk, benzetildiği konvansiyonel sistem ürünlerinden hak sahipliği, gelir garantisi ve varlığa dayanma gibi önemli noktalarda ayrılmaktadır.

Sukuk türleri arasında yapılan en önemli ayırım dayandıkları İslami finans modeline göre yapılan ayırımdır. Bugün itibari ile, AAOIFI tarafından onaylanmış olan 14 sukuk çeşidi bulunmaktadır. Ancak yaygın olarak kullanılanları; kiralama işlemine dayanan icara sukuk, girişimcinin sermaye koymadığı ortaklık işlemine dayanan mudaraba sukuk, girişimcinin de sermaye koyduğu ortaklık işlemine dayanan muşaraka sukuk, alım satım işlemine dayanan murabaha sukuk, eser sözleşmesine dayanan istisna sukuk, daha sonra teslim edilmesi için anlaşılan bir malın ödemesinin önceden yapılması işlemine dayanan salam sukuk, vekalet sözleşmesine wakala sukuk ve çeşitli İslami finans modelinin birarada kullanılması neticesinde ihraç edilen melez (karma) sukuk uygulamalarıdır.

Sukuk uygulamalarının ve İslami finansın dünyadaki gelişimine paralel olarak ülkemizde de İslami finans ürünleri için mevzuat çalışmaları yapılmıştır. Dikkat çeken ilk somut çalışmaların, yurt dışında çalışan vatandaşların yurda getireceği dövizlerin faizsiz bir şekilde değerlendirilmesi amacı ile, 1975 yılında DESİYAB'ın kurulması ile başladığı ifade edilmektedir. Bunu 1983 yılında, İslami kurallara uygun bankacılık faaliyeti yürüten özel finans kurumlarının kurulması izlemiştir. Bu kurumlar günümüzde katılım bankası adı altında Bankacılık Kanunu çerçevesinde faaliyet göstermektedirler. Bankacılık faaliyetleri dışında İslami sigortacılık ve İslami sermaye piyasası araçları da mevzuatımızda yerini almıştır.

Gelir ortaklığı senetleri, kar ve zarar ortaklığı belgeleri ile katılma intifa senetleri gibi faizsiz sermaye piyasası araçları dışında, ilk defa 2010 yılında SPK tarafından yapılan düzenleme ile sukuk uygulamalarının mevzuatımızdaki yasal zemini hazırlanmıştır. Ancak bu düzenlemenin sadece kira işlemine dayalı icara sukuk türünü kapsıyor olması ve uygulamayı

kısıtlayıcı hükümler içeriyor olması sebebi ile 2013 yılında ilgili tebliğ yürürlükten kaldırılmış ve SPK tarafından güncel düzenleme olan III-61.1 sayılı Kira Sertifikaları Tebliği yayımlanmıştır. Böylece dünyadaki sukuk uygulamalarını kapsayan ve daha geniş bir zeminde uygulama imkanı getiren bir yasal düzenleme mevzuatımızda yerini almıştır.

İlgili düzenlemelerde de açıkça ifade edildiği üzere kira sertifikaları menkul kıymet niteliğini haizdir. Zira, bu sermaye piyasası aracı türü; varlığa dayalı bir hak sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte olan, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları SPK tarafından belirlenmiş olan bir kıymetli evraktır.

Türk hukuk sisteminde yapılan düzenlemede kurulan yapının varlık temelli olduğu görülmektedir. Varlık temelli ihraççılar İslam hukuku bilginleri arasında tartışmaya yol açabilmektedir. Zira, varlık temelli ihraçlarda yatırımcılar malvarlığına hukuki anlamda sahip olmamakta, İslami kurallara uyum sağlanması için kaynak kuruluş tarafından ihraççı olarak hareket edecek olan üçüncü bir kişiye dayanak varlık satılmaktadır. Bu durumda, sukuk yatırımcılarının özellikle temerrüt gibi hallerde dayanak varlığı doğrudan satma hakkı bulunmamaktadır. Varlık temelli yapıdaki bir sukuk ihracında şeri'at kuralları bakımından sorunlu hususlar bulunduğu İslami kurallar çerçevesinde tartışılrsa da, sukuk ihracında bu yapı sıklıkla ülkelerin yasal düzenlemelerinde tercih edilmektedir.

Ülkemiz mevzuatında; icara sukuk karşılığı olarak sahipliğe dayalı kira sertifikaları, wakala sukukun karşılığı olarak yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikaları, murabaha sukukun karşılığı olarak alım satıma dayalı kira sertifikaları, mudaraba ve muşaraka sukuk türlerinin karşılığı olarak ortaklığa dayalı kira sertifikaları ve son olarak istisna sukuk uygulaması olarak eser sözleşmesine dayalı kira sertifikaları açıkça düzenlenmektedir. Her ne kadar tüm sukuk türleri tek tek düzenlenmemiş olsa da, sayılan türler kapsamına girmeyen diğer sukuk uygulamalarına dayalı kira sertifikalarının da ihraç edilebilmesinin, SPK tarafından uygun bulunması kaydıyla mümkün olduğu Kira Sertifikaları Tebliği'nde ifade edilmektedir.

Kira sertifikalarının herhangi bir varlık ya da hak dayanak gösterilerek ihraç edilebilmesi mümkündür. Yatırımcı olan kira sertifikası sahipleri bu varlık ya da haktan elde edilen gelirler üzerinde hak sahibidir.

Dünya'daki örneklerle paralel olarak, ülkemizde de kira sertifikaları VKŞ'ler tarafından ihraç edilebilmektedir. Dolayısı ile, ihraç edilecek kira sertifikaları türüne uygun olarak fon kullanıcısı ve/veya kaynak kuruluş ile VKŞ arasında bir sözleşme akdedilerek tarafların hak ve yükümlülükleri, kira sertifikası sahiplerinin hakları ve elde edecekleri gelirin şart ve oranları belirlenmektedir.

Sahipliğe dayalı kira sertifikalarında, kaynak kuruluşu ait olan bir varlık ya da hak VKŞ'ye devredilmektedir. VKŞ ihraçtan elde ettiği gelirleri bu dayanak varlık ya da hakları satın almak

için kaynak kurulaşa aktarmaktadır. Devraldđđı bu dayanak varlık ya da hak, VKş tarafından kaynak kurulaşa ya da bir nc kişiye kiralanmakta veya VKş adına yönetilmesi için bir sözleşme imzalanmaktadır. Her iki durumda da ya elde edilecek kira geliri ya da varlık veya hakların yönetimden elde edilecek gelir VKş'ye tarafından kira sertifikası sahiplerine aktarılmaktadır. İtfa tarihinde, varlık ya da haklar, kaynak kuruluş veya nc kişi tarafından VKş'den satın alınmakta bu satım bedeli de yine yatırımcılara kira sertifikaları oranında dağıtılmaktadır. Dünya icara sukuk uygulamalarından farklı olarak VKş devraldđđı varlık ya da hakkı, kaynak kuruluş dışında bir nc kişiye de kiralayabilmektedir. İcara sukuk uygulamasında ise, genellikle sadece kaynak kurulaşa bu mal kiralanmaktadır.

Sahipliğe dayalı kira sertifikalarında, ilgili varlık ya da hak VKş'ye devredildiği, bir başka deyişle gerçekten satıldığı için, kaynak kuruluşu ya da nc kişilerin kira ödemelerini yapmakta temerrüde düşmesi gibi durumlarda, VKş mülkiyet hakkı sahibi olarak dayanak varlık ya da hakkı satarak, yatırımcılara ödeme yapma yetkisini haiz olmaktadır.

Yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikalarında, sahipliğe dayalı kira sertifikalarından farklı olarak, dayanak varlık ya da hak VKş'ye satılmamaktadır. Kaynak kuruluş ve VKş arasında, kaynak kurulaşa ait olan bu dayanak varlık ya da hakkın VKş lehine yönetilmesini ve bundan elde edilecek gelirin VKş'ye aktarılmasını konu alan bir sözleşme düzenlenmektedir. Bunun karşılığında yatırımcılardan toplanan fon öncelikle kaynak kurulaşa aktarılmaktadır. İlgili varlık ya da hakların yönetilmesinden elde edilen gelir ise dönemsel olarak kira sertifikası sahiplerine dağıtılmaktadır. İtfa zamanında ilgili varlık ya da hak portföyü itfa bedeli kaynak kuruluş tarafından VKş'ye ödenmekte, bu bedel VKş tarafından kira sertifikaları oranında yatırımcılara aktarılmaktadır.

Yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikalarında, VKş'nin mülkiyet hakkı olmadığından, herhangi bir temerrüt durumunda da bu varlık ve hakların satılması da mümkün olmayacaktır. Sadece kaynak kuruluş ve VKş arasında imzalanmış olan yönetim sözleşmesinden kaynaklanan talepler söz konusu olabilecektir.

Alım satıma dayalı kira sertifikalarında, bir varlık alımının finansmanı için kira sertifikası ihraç edilmektedir. Bu kira sertifikası türünde, sadece VKş kurabilecek şirket ve kurumlar fon kullanıcısı olabilmektedir. Dolayısı ile, kira sertifikası ihracı neticesinde yatırımcılardan toplanan paralar ile piyasadan satın alınan varlık sadece VKş kurabilecek şirket veya kurumlara satılabilecektir. VKş tarafından piyasan satın alınan varlık fon kullanıcısına maliyet üzerine kar payı eklenerek satılmakta ve fon kullanıcısı tarafından yapılan dönemsel demeler kira sertifikası sahiplerine oransal olarak aktarılmaktadır. Satın alınan varlığın mülkiyetinin demeler tamamlandığında fon kullanıcısına aktarılmasının önemli olduğu ifade edilmektedir.

Ortaklığa dayalı kira sertifikaları, mudaraba ve muşaraka sukuk uygulamalarında olduğu gibi, sadece VKŞ'nin sermaye koyduğu ya da VKŞ ve girişimcinin beraber sermaye koyduğu ortak girişimlerin finansmanı için ihraç edilen kira sertifikaları olarak ikiye ayrılmaktadır. Bu kira sertifikası modelinde, VKŞ ihraç neticesinde yatırımcılardan topladığı fonlar ile ortak girişime ortak olmaktadır. Böylece kurulan ortak girişim sermaye elde ederek yatırım yapmaktadır. Ortak girişimin elde edeceği kar girişimci ve VKŞ arasında paylaşılmaktadır. Karın paylaşım oranına ilişkin herhangi bir düzenleme bulunmazken; taraflar zarara koydukları sermaye oranında katlanmak zorundadırlar. Bu durumda, münhasıran VKŞ tarafından sermaye konulan ortak girişim modellerinde girişimci, zararlardan sorumlu olmayacaktır. Hem ortak girişimin elde edeceği kar, hem de itfa tarihinde ortak girişim tarafından gerçekleştirilen proje ya da faaliyetin satılmasından elde edilecek gelir VKŞ tarafından kira sertifikası sahiplerine aktarılacaktır.

Eser sözleşmesine dayalı kira sertifikalarında, kira sertifikası ihracından elde edilen fon, VKŞ tarafından malın ya da eserin imal edilmesi ve üretilmesi için fon ihtiyacı olan fon kullanıcısına aktarılmaktadır. Fon kullanıcısı bu kaynak ile ilgili malın imalatını ya da gayrimenkulün inşaatını tamamlamaktadır. Bu kira sözleşmesi türünde, fon kullanıcısı ve yüklenicinin aynı kişi olduğuna dikkat edilmelidir. VKŞ ise fon sağlayan ve eser sözleşmesi altında iş sahibi olarak hareket etmektedir. İlgili malın üretimi tamamlandığında ya satılarak elde edilen bedel ya da VKŞ tarafından kiralanarak kira bedeli yatırımcılara oransal olarak aktarılmaktadır.

Tezimizde detaylıca analiz edilen kira sertifikası türleri, ülkemiz gelirleri içerisinde önemli bir yere sahip olan inşaat sektörünün ihtiyacı olan fonun sağlanması için bir alternatif olabilecektir. Zira, inşaat sektöründe genellikle yüksek fon ihtiyacı olan gayrimenkul projeleri söz konusu olmaktadır. Bu projeler, giderlerinin karşılanmasında kişisel birikimler yeterli olmayacağından, çoğunlukla banka kredileri ile finanse edilmektedirler. Ancak banka kredileri karşısında ödenecek faiz ve tek bir finansman kaynağına bağlı olmanın getirdiği dezavantajlar sebebi ile, sektör oyuncularının alternatif bir finansman kaynağına da ihtiyaç duyduğu açıktır.

Benzer şekilde, İslami kurallara uygun bir yatırım aracına ihtiyaç duyan yatırımcılar ile farklı araçlara yatırım yaparak riski dağıtmak isteyen yatırımcılar açısından da kira sertifikaları önemli ve alternatif bir araç olabilecektir. Böylelikle fon fazlası olan bu yatırımcılar, birikimlerini gayrimenkul projelerine yatırarak bu gayrimenkullerin değer kazançlarına ortak olacak ve fon ihtiyacı yüksek olan projeler finanse edilebilecektir. Özellikle alt yapı ve yüksek montanlı gayrimenkul projeleri açısından elverişli bir finansman yöntemi olduğu açıktır.

Gayrimenkul projelerinin inşaatının finansmanında kullanılabilecek olan tek sermaye piyasası aracı bizim mevzuatımızda da sadece kira sertifikaları değildir. Kira sertifikaları gibi

bu amaçla kullanılması düşünölebilecek olan diğör araçlar ve sermaye piyasası kurumları; varlığa dayalı menkul kıymetler, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım fonları, gayrimenkul sertifikalarıdır.

Varlığa dayalı menkul kıymetler ile gayrimenkul projelerinin finansmanı, sadece ilgili olduğu ölçüde, konut finansmanı kredilerinden doğan alacaklar veya herhangi bir gayrimenkul projesinin finansmanı için üçüncü kişilerce kullanılan ticari krediler ihraca dayanak havuza konu edilebildiğı için dolaylı olarak söz konusu olabilmektedir. Bunun dışında ise, gayrimenkul projelerini genellikle proje finansmanı yolu ile finanse eden bankalar, varlığa dayalı menkul kıymet ihracı ile menkul kıymetleştirme işlemi neticesinde fon elde etmekte ve bu fonları da tekrar proje finansmanına aktarabilmektedir.

Kollektif yatırım kuruluşlarından GYO'lar, mevzuatımız uyarınca gayrimenkullere yatırım yapan anonim şirketler olarak mevzuat kapsamındaki faaliyetleri yürütmek üzere örgütlenmektedirler. Yukarıda yaptığımız açıklamalar da göz önünde bulundurulduğunda GYO'ların proje geliştirme ve inşaatın finansmanı için uygun sermaye piyasası aracı olduğu söylenebilmektedir. Zira, yatırımcılar GYO payı olarak, GYO'lara sermaye sağlamakta, GYO'lar da bu sermayeyi gayrimenkul yatırımlarına yönlendirebilmektedir. GYO'ların nihai amacı gayrimenkul kira gelirlerinden ya da değör artışlarından kar elde ederek, bu karı yatırımcılarla paylaşmaktır. Ancak, GYO'ların da, gayrimenkul yatırımları ve özellikle inşaat finansmanı için sürekli pay ihraç ederek sermaye artırımını yapmasının mümkün olmaması sebebi ile, kira sertifikaları GYO'lar bakımından da alternatif bir finansman kaynağı rolü üstlenmektedir.

Diğör bir kollektif yatırım kuruluşu olarak GYF'ler, fon katılım paylarının ihracından toplanan fonları ilgili düzenlemelerde yer alan sınırlamalar çerçevesinde gayrimenkul yatırımlarına yönlendirmektedirler. Ne var ki, SPK düzenlemesinde GYF'lerin gayrimenkul projelerine yatırım yapmasına izin verilmediğı için bu sermaye piyasası kurumunun, gayrimenkul projelerinin doğrudan finansmanı için uygun olmadığı görölmektedir.

Son olarak, kira sertifikalarına benzer olan gayrimenkul sertifikaları, gayrimenkul projelerinin inşaatının doğrudan finansmanı için uygun olan bir sermaye piyasası aracı olup mevzuatımızda da düzenlenmiştir. Kira sertifikaları ile gayrimenkul sertifikalarını birbirinden ayıran en önemli fark, gayrimenkul sertifikalarının itfasında yatırımcıların asli edimi talep etme hakkı bulunmasıdır. Oysaki kira sertifikası yatırımcıları sadece elde edilecek gelirlerde hak sahibi olabilmektedirler. Gayrimenkul sertifikalarında ihraççılar bakımından ilgili tebliğde aranan ön şartlar, ihraçtan elde edilen fonun kullanımına ilişkin kısıtlamalar ve yine çeşitli yükümlölükler bu sermaye piyasası aracına finansman ihtiyacı olan kesimin yönelmesini engellemektedir. Kira sertifikaları bakımından, ihraççılara ilişkin inşaat sektörü tecrübesi ve

ihraçtan elde edilen fonun kullanım oranlarına ilişkin kısıtlamalar gibi sınırlamaların olmaması, yatırımcılara asli edim sunma zorunluluğu bulunmaması ve birçok farklı model ve uygulama yöntemi ile ihraççılara esnek sağlaması sebebi ile gayrimenkul sertifikalarından daha kullanışlı bir sermaye piyasası aracı olduğu söylenebilmektedir.

Sonuç olarak, İslami finans özellikle 2000'li yıllardan beri konvansiyonel sisteme bir alternatif olarak ancak ona paralel bir şekilde gelişen bir finans sistemidir. Bankacılık ve sigortacılık faaliyetlerinin yanında, İslami sermaye piyasası araçları da son yıllarda önemli ihraç tutarlarına ulaşmıştır. Dolayısıyla farklı kesimlerden farklı yatırımcı ve ihraççıların ilgisini çeker hale gelmiştir. İslami sermaye piyasası araçlarında kendisine önemli bir yer edinen sukuk ise ülkemizde kira sertifikaları adı altında düzenlenmektedir.

Kira sertifikalarına ilişkin mevzuatımızda yer alan mevcut düzenlemeler dünya standartları ile uyumludur. Ancak, İslami finansın görece yeni bir sistem olması ve halen gelişmekte olması, ülkemizde yapılan ihraçların hala istenilen düzeyde olmaması ve piyasanın ihtiyaçlarının henüz tam oturmamış olması gibi sebeplerle mevzuat düzenlemelerinin de tam olarak yeterli olduğu söylenememektedir.

Nitekim, İslami finansal ürünlere yatırım yapmak isteyen ve dini hassasiyetleri olan yatırımcıların, birikimlerini aktaracakları araçların İslami kurallara uygun olduğundan tam olarak emin olma ihtiyaçları mevcuttur. Ancak mevzuatımızda bu yönde, İslami kurallara uygunluğun denetlenmesi gibi bir zorunluluk bulunmamaktadır. Tartışmalı olan dini konulardaki farklı yorumlara açık bulunan hususlarda kesin ve net kurallar bulunmaması da zaman zaman ihraçlarda, şeri'at kurallarına uygunluk sorununu gündeme getirmektedir. Bu gibi durumların çözümlenebilmesi için uluslararası kurum ve organizasyonların standartlaşma çalışmalarının takip edilerek, gerekli değişikliklerinin geç kalınmadan mevzuata yansıtılması gerektiği kanaatindeyiz.

KAYNAKÇA

- Abdel-Khaleq, Ayman H., Richardson, Christopher F.: “New Horizons for Islamic Securities: Emerging Trends in Sukuk Offerings”, **Chicago Journal of International Law**, V. 7, S. 2, 2007, s.409-425.
- Adıgüzel, Burak: **Sermaye Piyasası Hukuku**, Ankara, Adalet Yayınevi, 2017.
- Afshar, Tahmoures A.: “Compare and Contrast Sukuk (Islamic bonds with Conventional Bonds”, **The Journal of Global Business Management**, Vol. 9, S. 1, February 2013, s. 44-52.
- Alharbi, Ahmad: Development of the Islamic Banking System, **Journal of Islamic Banking and Finance**, June 2005, Vol. 3, S. 1, s. 14, (çevrimiçi), http://jibfnet.com/journals/jibf/Vol_3_No_1_June_2015/2.pdf, 14 Ağustos 2017, s. 12-25.
- Altan, Mikail: “Faizsiz Bankacılığın Temelleri”, **İslam Hukuku Araştırmaları Dergisi**, S. 16, 2010, s. 125-140.
- Al-Bashir, Muhammad, Al-Amine, Muhammad: “Sukuk Market: Innovations and Challenges”, **Islamic Capital Markets Products, Regulations & Development**, Ed. by Salman Syed Ali, Saudi Arabia, Islamic Development Bank Islamic Research & Training Institute, 2008.
- Al-Bashir, Muhammad, Al-Amine, Muhammad: **Global Sukuk and Islamic Securitisation Market**, Leiden - Boston, Brill, 2012.
- Alpaslan, Halil İbrahim, Kudun, Candan: “Türkiye’de Sukuk Uygulamaları ve Vergisel Boyutu”, **Batman Üniversitesi Yaşam Bilim Dergisi**, C. 6, S. 2/1, 2016, s. 319-337.
- Akbulak, Yavuz: “TTK Işığında Anonim Şirketlerde Pay Senetleri”, Ankara Barosu, 2016-1, s. 505-523 (çevrimiçi), <http://www.ankarabarusu.org.tr/siteler/ankarabarusu/tekmakale/2016-1/16.pdf>, 18 Kasım 2017.

- Aktan, Coşkun **İslam Vergi Hukuku ve Anayasal İktisat Perspektifinden Bir Değerlendirme**, Can, Dileyici, http://www.canaktan.net/canaktan_personal/canaktan-arastirmalari/maliye-tarihi/anayasal-perspek-islam.pdf , (Çevrimiçi), 23 Temmuz 2017.
- Aslan, Hakan: “Türkiye’de Tekafül (İslami Sigorta) Uygulamaları: Problemler ve Çözüm Önerileri”, **Uluslararası İslam Ekonomisi ve Finansı Araştırma Dergisi**, Yıl:1, C. 1, S. 1, 2015, s. 93-117.
- Asutay, Mehmet: “The development of Islamic banking in Turkey: regulation, performance and political economy”, **Islamic Finance in Europe: Towards a Plural Financial System**, Ed. by Valentino Cattelan, UK, Edward Elgar Publishing Limited, s. 213-227.
- Aydın, Erkan, “Kira Sertifikalarının ve Varlık Kiralama Şirketlerinin Gelir Vergisi ve Kurumlar Vergisi Bakımın Değerlendirilmesi”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, S. 46, Temmuz-Aralık 2015, s. 43-74.
- Aydoğan, Gökhan: “Yeni Düzenlemeler Işığında Sermaye Piyasası Araçları”, **Eurasian Business & Economy Journal**, Vol. S2, 2016, s. 178. Securities Act of 1933 kanun metni için bkz. (çevrimiçi), <https://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>, 11 Kasım 2017.
- Ayoğlu, Tolga: **Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri**, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2008.
- Ayub, Muhammed: **Understanding Islamic Finance, England**, John Wiley & Sons (Asia), 2007.
- Bafra, Erdem: **İslami Bankacılıkta Sukuk (Kira Sertifikaları) ve Uygulaması**, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2016.
- Bayar, Yılmaz: “Girişimcilik Finansmanında Risk Sermayesi ve Melek Finansmanı”, **Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi**, C. 7, S. 2, 2012, s.133-144.
- Bayındır, Servet: “İslami Finansta Para ve Sermaye Piyasası İşlemleri”, **Borsa İstanbul-Marmara Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Uluslar Arası**

Tarihi, Teorisi ve Pratiğıyle İslam İktisadı ve Finansı Konferansı,
11 Kasım 2014, (çevrimiçi),
<http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/research/sunum-servet-bayindir.pdf?sfvrsn=2>, 26 Kasım 2017.

- Berk, Cem: **Gayrimenkul Yatırımlarının Yönetimi**, İstanbul, Beta, 2012.
- Berki, Şakir: “İslam Hukukunun Ana Hatları”, **Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 20, S. 1, 1972, s. 29- 40.
- Bilen, Bahar: “Sukuk ve Muhasebe Uygulamaları”, **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, C. 8, S. 15, Temmuz 2016, s. 249-279.
- Billah, Mohd Ma’sum: “Islamic banking and growth of takaful”, **Handbook of Islamic Banking**, Ed. by M. Kabir Hassan, Mervyn K. Lewis, USA, Edward Elgar, 2007, s. 401-418.
- Zider, Bob: “How Venture Capital Works”, **Harvard Business Review**, November – December Issue, 1998, (çevrimiçi), <https://hbr.org/1998/11/how-venture-capital-works>, 7 Ocak 2018.
- Bozbaş, Fatih: “İslam Hukukunda Dâru’l-Harbde Faiz Tartışmaları”, **İslam Hukuku Araştırmaları Dergisi**, S. 23, 2014, s. 173-198.
- Bozer, Ali, Göle, Celal: **Kıymetli Evrak Hukuku**, 6. bs., Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2017.
- Büyükkakın, Figen, Önyılmaz, Onur: “Faizsiz Finansman Bonosu Sukuk ve Türkiye Uygulamaları”, **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, C. 4, S. 7, 2014, s. 1-16.
- Chand, Eudore: “Investors invited to buy into Dubai Airport Sukuk”, (çevrimiçi), <http://www.arabianbusiness.com/investors-invited-buy-into-dubai-airport-sukuk-142580.html>, 4 Ocak 2018.
- Çanakcı, Mehmet: “Çok Kutuplu Dünyada İslami Finans Piyasalarının Gelişimi ve Sukuk İhraçları”, **Türkiye İslam İktisadı Dergisi**, C. 1, Sayı 2, Ağustos 2014, s. 43-58.

- Çelik, İsmail: “İslam Finans Sisteminin Geleceğinin Aksiyomları”, **Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, S. 49, Temmuz 2016, s. 159-182.
- Çelik, İsmail: Katılım Bankaları ve Denetleme Sorunsalı, **Anka e-Dergi**, C. 1, S. 1, 2016, s. 33, (çevrimiçi), <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/271640>, 16 Ağustos 2017.
- Çikot, Özcan: “Yabancı Piyasalarında Menkul Kıymet Kotasyonu ve Depo Sertifikaları”, **Sermaye Piyasasında Gündem**, S. 103, Mart 2011.
- Dalgın, Nihat: **Faiz Yasağı ile İlgili Farklı Yaklaşımlar**, İslam Hukuku Araştırmaları Dergisi, S. 16, 2010, s. 77-110.
- Destanoğlu, Burçak Yıldız: **Yatırım Fonu Katılma Belgeleri**, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2004.
- Doğan, Önder: **İslam Sermaye Piyasası Araçları – Dünyadaki Büyüklüğü – Türkiye’de Uygulanabilirliği ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler**, Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Yeterlilik Etüdü, Ankara, 2011.
- Downes, Neale: “Sukuk: A Capital Idea”, **Emirates Law Business & Practice**, Volume 5, January 2017, s.21-23.
- Ekinci, Ekrem Buğra: **İslam Hukuku Umumi ve Hususi Hükümler**, 2. bs., İstanbul, Arı Sanat Yayınevi, 2016,
- El-Gamal, Mahmoud A.: **Islamic Finance – Law, Economics, and Practice**, New York, Cambridge University Press, 2006.
- Elian, Mohammed: **Why the U.S. should Accommodate Sukuk? And How Accomodating Sukuk will Protect and Benefit the American Financial System?**, 24 Minn., J. Int’l L., 2015.
- Ergene, Deniz: **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı**, Yüksek Lisans Tezi, 2009.
- Gökalp, Namık Kemal: **Sermaye Piyasalarında Halka Arz Yöntemler, Uygulama ve Analizi**, İstanbul, Beta, 2014.

- Gökgöz, Ahmet: “Kira Sertifikalarının (Sukukun) Muhasebeleştirilmesi”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Nisan 2015, s.151-174.
- Gölcüklü, İlyas: “III-61.1 Numaralı SPK Tebliği Açısından Kira Sertifikaları (Sukuk)”, **BATİDER**, S. 4, Aralık 2016, s. 203 – 237.
- Gümüş, Mustafa Boçlar Hukuku Özel Hükümler, C. 2, 3. bs., İstanbul, Vedat Alper: Kitapçılık, 2014.
- Gündoğdu, Aysel: **6361 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu’na Göre Sermaye Piyasası Hukuku**, 2. bs., Ankara, Seçkin, 2015.
- Güney, Necmeddin İslam Borçlar Hukukunda Satım Akdinin Konusuna Dair Cehalet ve Akde Etkisi, **İslam Hukuku Araştırmaları Dergisi**, S. 16, 2010, s. 491-502.
- Güngören, Muaz: **Bir Finansal Enstrüman Olarak Sukuk Katılım Bankalarına Uyum Modellemesi**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, S. 2012-38, 2013.
- Gürsoy, Kemal Mukayeseli Hukukta, Özellikle Türk ve İsviçre Hukuklarında Yatırım Fonları, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 1977.
- Hassan, Kabir and Islamic Capital Markets, United Kingdom, Wiley & Sons, 2011.
- Mahlknecht, Micheal:
- Hakim, Sam R.: “Islamic Money Market Instruments”, **Handbook of Islamic Banking**, Ed. by M. Kabir Hassan, Mervyn K. Lewis, USA, Edward Elgar, 2007, s. 161-171.
- Helvacı, Mehmet: **Borçlar ve Ticaret Kanunu Bakımından Para Borçlarında Faiz Kavramı**, İstanbul, Beta, 2000.
- Hepşen, Ali: **Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması**, Yayın No. 2005-13, İstanbul, İstanbul Ticaret Odası, 2005.
- Hidayat, Sultan “A Comparative Analysis between Asset Based and Asset Backed Sukuk: Which one is More Shariah Compliant?”, **International**

SAMANM Journal of Accounting and Finance, Vol. 1, S. 2, July 2013, s. 24-31.

Iqbal, Zamir ve Mirakhor, Abbas: **An Introduction to Islamic Finance**, 2. bs., Singapour, John Wiley & Sons (Asia), 2011.

Jobst, Andreas, Kunzel, Peter, Mills, Paul, and Sy, Amadou: "Islamic Bond Issuance—What Sovereign Debt Managers Need to Know", **IMF Policy Discussion Paper**, PDP/08/3, 2008, s. 1-20.

Kamso, Noripah and Ng, Tsu Mae: **Investing in Islamic Funds A Practitioner's Perspective**, Singapore, Wiley & Sons, 2013.

Kahraman, Deniz: "Gayrimenkul Yatırım Fonları", **Gösterge**, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, Güz 2017, s. 31-42.

Karaman, Hayreddin: **Yeni Gelişmeler Karşısında İslam Hukuku**, İstanbul, İz Yayıncılık, 2011.

Kavlak, Dilek: **Kredi Riski ve Türev Araçlar Kullanılarak Aktarımı**, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara, 2003.

Kettell, Brian: **Case Studies in Islamic Banking and Finance**, United Kingdom, Wiley, 2011.

Kettell, Brian: "\$US 1 billion Dubai Global Sukuk", (çevrimiçi), <http://www.kantakji.com/media/7143/90011.pdf>, 4 Ocak 2018.

Khan, Muhammad Akram: **Islamic Economics and Finance: A Glossary**, 2nd Edition, London, Routledge, 2003.

Koç, Nevzat: "6098 Sayılı Türk Borçlar Kanununda Kira Sözleşmesine İlişkin Olarak Yapılan Yeni Düzenlemelerin Genel Değerlendirilmesi", **İstanbul Medipol Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 1, S. 1, Bahar 2014, s. 7-36.

- Köroğlu, Abdulkadir: Gayrimenkul Sertifikası Modeli ve Türkiye’de Uygulanabilirliği, “**Gazi İktisat ve İşletme Dergisi**”, 2/1, 2016, s. 25-42.
- Kulak, Hasan Ali: **Sermaye Piyasası Aracı Olarak Kira Sertifikası**, Yüksek Lisans Tezi, 2014.
- Kurşat, Zekeriya: “Eser ve Vekalet Sözleşmelerinin Nitelendirilmesi Sorunu ve Nitelendirmenin Hükmü”, **İÜHFM**, C. LXVII, S. 1-2, 2009, s. 143-166.
- McWhinney, James E.: **A Brief History of Mutual Fund**, (çevrimiçi), <https://www.investopedia.com/articles/mutualfund/05/mfhistory.asp>, 18 Şubat 2018.
- Miller, Neil: “Islamic Finance Goes Global”, Ed. by Gemma Varriale Emea, **International Finance Law Review**, Vol. 33, 2014 -2015, s. 36-37.
- Mirakhor, Abbas, Zaidi, Iqbal: “Profit and Loss Sharing Contracts in Islamic Finance”, **Handbook of Islamic Banking**, Ed. by M. Kabir Hassan, Mervyn K. Lewis, USA, Edward Elgar, 2007, s. 49-63.
- Narayanaswamy, Meera, Blitzler, Charles, Carvajal, Ana: “The Importance of Local Capital Markets for Financing Development”, **IFC EMCompass**, 2017, (çevrimiçi), <https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/4155a5b3-c02a-4b70-9027-82c78f452b12/EM+compass+Note+28+Capital+Markets+FINAL+1-26+FINAL2.pdf?MOD=AJPERES>, 2 Ocak 2018.
- Mohammed, Naveed: **How Sukuk and Bond Default Differ – The Role of the Trustee and the Purchase Undertaking Agreement**, (çevrimiçi), <https://www.sukuk.com/education/sukuk-bond-defaults-differ-role-trustee-purchase-undertaking-agreement-1522/>, 1 Ocak 2018.
- Naqvi, Ghazanfar: “Kuala Lumpur: supremacy under threat?”, **Islamic Finance Goes Global**, Ed. by Gemma Varriale Emea, **International Finance Law Review**, Vol. 33, 2014 -2015, s. 40.
- Nomer, Füsün: **Yatırım Ortaklıkları**, İstanbul, Beta, 2003.

- Oğuzman, Kemal: Özel Sektörde Gayrimenkul Sertifikası Sistemi Kurulması, “**Prof. Dr. Reha Poroy’a Armağan**”, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi, 1995, s. 300-318.
- Oğuzman, M. **Medeni Hukuk**, 20. bs., İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2014.
- Kemal, Barlas,
Nami:
- Oğuzman, M. **Eşya Hukuku**, 20. bs., İstanbul, Filiz Kitapevi, 2017.
- Kemal, Seliçi,
Özer, Özdemir,
Saibe Oktay:
- Oğuzman, Kemal, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, C.1, 12. bs., İstanbul, Vedat Öz, Turgut: Kitapçılık, 2014.
- Okat, Yalçın Özge: **Türk ve AB Hukukunda Yatırım Fonları**, Ankara, Seçkin, 2009.
- Okumuş, H. “Interest – free Banking in Turkey: A study of Customer Satisfaction and Bank Selection Criteria”, **Journal of Economic Cooperation**, 2005, s. 56, (çevrimiçi), <http://www.sesric.org/files/article/83.pdf>, 3 Nisan 2017.
- Erdem, Orhan: “**Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları: Gelişen Altyapı ve Yeni Fırsatlar**”, Borsa İstanbul Araştırma Bölümü Sunumu, (çevrimiçi), <http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/research/orhan-erdem.pdf?sfvrsn=0>, 2 Ocak 2018.
- Öz, Turgut: **Yönetim (Management) Sözleşmesi**, İstanbul, Kazancı Kitap, 1997.
- Özcan, Seyran **Finansman Aracı Olarak Sukuk ve Muhasebe Sistematiği**, Yüksek Lisans Tezi, 2015.
- Özdamar, Mehmet: 6102 sayılı TTK Hükümleri Çerçevesinde Anonim Şirketlere Aynı Sermaye Konulmasına İlişkin Çeşitli Sorunlar, “**Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi**”, S. 2015/1.
- Özdemir, Semih “Alternatif Yatırım İlkeleri ve Kira Sertifikası”, **Banka Hukuku Dergisi**, C. XXIX, S. 2, s. 2013.
- Sırrı:

- Paslı, Ali: “Türk Hukukunda Menkul Kıymet Kavramı”, **Prof. Dr. Hüseyin Ülgen’e Armağan**, C. 2, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2007, s.1513-1579.
- Pekdemir, Şevket: “İslam Hukuku Açısından Para Borçlarında Cezai Şart”, **İslam Hukuku Araştırmaları Dergisi**, S. 23, 2014, s. 129-156.
- Polatkan, Vahit: **Yap-İşlet-Devret**, Ankara, 1997.
- Poroy, Reha, **Ortaklıklar Hukuku II**, 13. bs., İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2017.
- Tekinalp, Ünal, Çamoğlu, Ersin:
- Pulaşlı, Hasan: **Şirketler Hukuku Şerhi**, Ankara, Adalet Yayınevi, 2011.
- Rizvi, Syed Aun R. and Alam, Nafis: Islamic Capital Market Research: Past Trends and Future Considerations, **Islamic Capital Markets Volatility, Performance and Stability**, Ed. by., Nafis Alam, Syed Aun R. Rizvi, Malaysia, Palgrave Macmillan, 2016, s.1-13.
- Saeed, A., Salah, O.: “Development of Sukuk: Pragmatic and Idealist Approaches to Sukuk Structures”, **J.I.B.L.R.**, S. 1, 2014, s. 41-52.
- Safari, Meysam, Ariff, Mohamed, Mohamed, Shamsheer: **Sukuk Securities – New Ways of Debt Contracting**, Singapore, Wiley, 2014.
- Salah, Omar: **Sukuk Structures: Legal Engineering Under Dutch Law**, Tilburg, Eleven International Publishing, 2014
- Saleem, Muhammad Yusuf: **Islamic Commercial Law**, Singapour, John Wiley & Sons, 2013.
- Samad, Abdus: “Are Islamic bank promises delivered or failed? Evidence from cross country Islamic banks”, **Banks and Bank Systems**, Vol. 7, Issue 3, 2012, s. 97-102.

- Shalim, K. M. Zakir Hossain: “Revisiting Life Insurance In Islamic Law”, **Türkiye İslam İktisad Dergisi**, Cilt 3, S. 2, Ağustos 2016, s. 39-62.
- Sırma, İbrahim: “Sermaye Piyasası Araçlarının İslami Finans Açısından Değerlendirilmesi”, **Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi**, C. 3, S. 3, 2015, s. 131-140.
- Shanmugan, Bala and Zahari, Zaha: **A Primer on Islamic Finance**, y.y., The Research Foundation of CFA Institute, 2009.
- Rina:
- Solé, Juan: Introducing Islamic Banking into Conventional Banking Systems, **IMF Working Paper**, July 2017, s. 8, (çevrimiçi), <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07175.pdf>, 11 Ağustos 2017.
- Söyler, İlhami: **Hukuki ve Mali Boyutlarıyla Sukuk (Kira Sertifikaları)**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2014.
- Sümer, Gökhan, Onan, Fatih: **Dünyada Faizsiz Bankacılığın Doğuşu, Türkiye’deki Katılım Bankacılığının Gelişme Süreci ve Konvansiyonel Bankacılıktan Farkları**, s. 300, (çevrimiçi), <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/287159>, 16 Ağustos 2017.
- Talahma, Khalid Ibrahim: “Islamic Bonds (Sukuk): Opportunities and Challenges”, **Int’l Bus. & Trade L. 391**, 15 Asper Rev., 2015, s. 391-431.
- Teker, Murat Bahadır: **Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı**, Ankara, SPK, 1996.
- Tekin, Abdullah: “Türkiye Kira Sertifikaları ile İslami Piyasalardaki Eşdeğer Ürünler Arasında Bir Karşılaştırma”, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi**, C. 20, S. 2, Kasım 2017, s. 160-174.
- Tekinalp, Ünal: **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, İstanbul, Es Yayınları, 1982.
- Tekinalp, Ünal: “Evraksız Kıymetli Evraka veya Kıymet Hakların Doğru”, **BATİDER**, C. XIV, S. 3, Haziran 1998, s. 1-15.

- Tenekeci, Mehmet: **Katılım Bankacılığının Finansal İstikrara Etkisi: Türkiye Örneği**, Yüksek Lisans Tezi, 2017.
- Teoman, Ömer: **“Anonim Ortaklıklar Hukukunda Payın Birim Değerinin Oy Hakkının Saptanılmasındaki İşlevi ve Türk Sistemi”**, İkt. Mal., C. XIX., Sayı 12, s. 599-623.
- Tok, Ahmet: **İslami Finans Sistemi Çerçevesinde Sukuk (İslami Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları ve Türkiye Açısından Değerlendirmeler**, Sermaye Piyasası Kurulu Hukuk İşleri Dairesi Yeterlilik Etüdü, Ankara, 2009.
- Turan, Gökçen: **Menkul Kıymetleştirme ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler**, İstanbul, XII Levha, 2012.
- Türker, Hülya: **İslami Finans sisteminde Finansal Aracılık: Dünyadaki Gelişmeler ve Sermaye Piyasasının Geliştirilmesi Açısından Türkiye için Öneriler**, Sermaye Piyasası Kurulu Aracılık Faaliyetleri Dairesi Yeterlilik Etüdü, Ankara, 2010.
- Tüysüz, Mustafa: **Varlığa/İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme**, Ankara, Yetkin Yayınları, 2011.
- Usmani, Mufti Muhammad Taqi: **An Introduction to Islamic Finance**, Karachi, 1998.
- Ülgen, Hüseyin, Helvacı, Mehmet, Kendigelen, Abuzer, Kaya, Arslan: **Kıymetli Evrak Hukuku**, Güncellenmiş 7. Bası'dan 10. (tıpkı) bası, İstanbul, Onikilevha, 2017.
- Ünal, Oğuz Kürşat: **“Katılma İntifa Senetleri”**, **BATİDER**, C. XIX, S. 3, Haziran 1998, s. 80-92.
- Ünal, Oğuz Kürşat: **“Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler”**, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 8, S. 1, Haziran-Aralık 2014, s. 1-14.
- Üstün, Yusuf: **Sigorta, Tekafül ve Kooperatif Sigortacılığı**, **Karınca Dergisi**, Mart 2014, Yıl: 80, S. 927, s. 6, (çevrimiçi),

<http://koop.qtb.gov.tr/data/53cfbae7f2937098509ee9d3/02-TEKAFU%CC%88L%20MAKALE-dergi.pdf>, 16 Ağustos 2017.

Vogel, Frank E **Islamic Law and Finance: Religion, Risk, and Return**, The Hague, and Hayes, Kulwer International, 1998.

Sammuel L.:

Yanpar, Atila: **İslami Finans, İlkeler, Araçlar ve Kurumlar**, 2. bs., İstanbul, Scala Yayıncılık, 2015.

Yardımcıoğlu, Mahmut, Ayriçay, Dünya ve Türkiye Piyasası İncelemesi”, **Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, C. 4, S. 1, 157-174.

Yasaman, Hamdi: **Menkul Kıymet Borsası Hukuku**, İstanbul, Profesörlük Tezi, 1992.

Yasaman, Hamdi: **İsviçre ve Fransız Hukukunda Yatırım Fonları ve Türk Hukukunda Uygulama İmkânı**, İstanbul, Fakülteler Matbaası, 1980.

Yılmaz, Erdal, **Sukuk Muhasebesi**, Ankara, Savaş Yayınevi, 2015.

Gökgöz, Ahmet:

Yılmaz, Erdal: Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Ocak 2014, s. 81-100, (çevrimiçi), <http://journal.mufad.org/attachments/article/727/6.pdf>, 24 Mart 2018.

Zevkliler, Aydın, **Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri**, 17. bs., Ankara, Turhankitapevi, Gökyayla, K. 2017.

Emre:

RAPORLAR VE İNTERNET KAYNAKLARI

SERPAM Araştırma Notları – 1, **İslami Finans Kavramı, Ürünler, Dünyada ve Türkiye’de Gelişimi ve Geleceği**, http://serpam.istanbul.edu.tr/wp-content/uploads/2012/09/İslami_Finans.pdf , (Çevrimiçi), 10 Aralık 2016.

Islamic Development Bank, **Islamic Financing**,
<http://thatswhy.isdb.org/irj/go/km/docs/documents/IDBDevelopments/Internet/thatswhy/en/sukuk/islamic-financing.html>, (Çevrimiçi), 13 Ağustos 2017.

Deloitte, “**Corporate Sukuk in Europe Alternative Financing for Investment Projects**”, Kasım 2015, (çevrimiçi),
https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/xs/Documents/financial-services/me_Islamic-finance_corporate-sukuk-in-europe.pdf, 17 Ocak 2017.

Türk Dil Kurumu Güncel Türkçe sözlük, faiz, (Çevrimiçi),
http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.599062e900f8e2.69531902, 8 Ağustos 2017.

“Sigorta Sözleşmesinde Belirsizlik (Garar ve Cehâlet) Var Mıdır? Sigortada Belirsizliğin Varlığı Tartışmalarının İslâm Hukuku Açısından Değerlendirilmesi”, e-akadaemi Hukuk, Ekonomi ve Siyasal Bilimler Aylık İnternet Dergisi, Ocak 2010- Sayı 95, (Çevrimiçi),
[http://www.e-akademi.org/incele.asp?konu=S%DDGORTA%20S%D6ZLE%DEMES%DDNDE%20BEL%DDRS%DDZL%DDK%20\(%20GARAR%20VE%20CEH%C2LET\)%20VAR%20MIDIR?%20S%DDGORTADA%20BEL%DDRS%DDZL%DD%D0%DDN%20VARLI%D0I%20TARTI%DEMALARININ%20DDSL%C2M%20HUKUKU%20A%C7ISINDAN%20DE%D0ERLEND%DDR%DDLME%DD&kimlik=1262419999&url=makaleler/hsaglam-3.htm](http://www.e-akademi.org/incele.asp?konu=S%DDGORTA%20S%D6ZLE%DEMES%DDNDE%20BEL%DDRS%DDZL%DDK%20(%20GARAR%20VE%20CEH%C2LET)%20VAR%20MIDIR?%20S%DDGORTADA%20BEL%DDRS%DDZL%DD%D0%DDN%20VARLI%D0I%20TARTI%DEMALARININ%20DDSL%C2M%20HUKUKU%20A%C7ISINDAN%20DE%D0ERLEND%DDR%DDLME%DD&kimlik=1262419999&url=makaleler/hsaglam-3.htm), 6 Ağustos 2017.

European Central Bank, Islamic Finance, Occasional Paper, No. 146, June 2013,
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp146.pdf>, 24 Mart 2018.

Bob McDowall, **Islamic Banking: a brief historical perspective**, 22 Mart 2007, (Çevrimiçi),
<https://ifinanceexpert.wordpress.com/2007/03/22/islamic-banking-a-brief-historical-perspective/>, 14 Ağustos 2017.

The Islamic Development Bank Group, (Çevrimiçi),
<http://thatswhy.isdb.org/irj/go/km/docs/documents/IDBDevelopments/Internet/thatswhy/en/who-we-work-with/the-idb-group.html>, 11 Ağustos 2017.

Elfakhani, S., I. Zbib, and Z. U. Ahmed, “**Marketing of Islamic Financial Products**”, 2007, (çevrimiçi),
https://www.researchgate.net/publication/283256542_Elfakhani_S_I_Zbib_and_Z_U_Ahm

[ed 2007 Marketing of Islamic Financial Products Handbook of Islamic Banking ISBN 978-1-84542-083-](#)

[3 Edited by Professor M Kabir Hassan and Professor Mervyn K Lewis Edward](#), 14 Ağustos 2017.

About CIBAFI, (çevrimiçi), <http://www.cibafi.org/Pages.aspx?id=pvRm8sofDxl=>, 14 Ağustos 2017.

<http://aaoifi.com/?lang=en#>

<http://www.ifsfb.org/>

World Bank Group, Islamic Finance, (çevrimiçi) <http://www.worldbank.org/en/topic/financialsector/brief/islamic-finance>, 17 Ağustos 2017.

Serdar Şahinkaya, “Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası’ndan Türkiye Kalkınma Bankası’na: 1975-2001 Döneminde Kurumsal Yapıdaki Temel Dönüşümler Üzerine Düşünceler ve Bazı Öneriler”, (çevrimiçi), <http://content.csbs.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/P139.pdf>, 11 Temmuz 2017.

Servet Bayındır, “Asya ve Afrika Kültürünün Dünyaya Bir Armağanı: Faizsiz Bankacılık”, (çevrimiçi), s. 22, <http://www.ayk.gov.tr/wp-content/uploads/2015/01/BAYINDIR-Servet-ASYA-VE-AFR%C4%B0KA-K%C3%9CLT%C3%9CR%C3%9CN%C3%9CN-D%C3%9CNYAYA-B%C4%B0R-ARMA%C4%9EANI-FA%C4%B0ZS%C4%B0Z-BANKACILIK.pdf>, 14 Ağustos 2017.

29.05.2001 tarih ve 24416 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 4672 sayılı Kanun’da Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun, (çevrimiçi), <http://resmigazete.gov.tr/main.aspx?home=http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2001/05/20010529.htm&main=http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2001/05/20010529.htm>, 15 Ağustos 2017.

01.11.2005 tarih ve 25983 mükerrer sayılı nüshasında yayımlanan 5411 sayılı Bankacılık Kanunu, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2005/11/20051101M1-1.htm>, 15 Ağustos 2017.

Türkiye Katılım Bankaları Birliği Tarihçesi, (çevrimiçi), <http://www.tkbb.org.tr/tarihce>, 10 Temmuz 2017.

Türkiye Katılım Bankaları Birliği, Banka genel bilgileri, (çevrimiçi), <http://www.tkbb.org.tr/banka-genel-bilgileri>, 15 Ağustos 2017.

Türkiye Katılım Bankaları Birliği, Mukayeseli Tablolar, (çevrimiçi), <http://www.tkbb.org.tr/mukayeseli-tablolar>, 3 Şubat 2018.

Katılım Bankaları 2016, Türkiye Katılım Bankaları Birliği, s.32, (çevrimiçi), http://tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/Almanak_2016.pdf, 13 Ağustos 2017.

Turkey Participation (Islamic) Finance Country Report, Undersecretariat of Treasury, November 2016, s. 19, (çevrimiçi), https://www.hazine.gov.tr/File/?path=ROOT%2F1%2FDocuments%2FSayfalar%2FTR_Participation_Finance.pdf, 15 Ağustos 2017.

IFSB, **Islamic Financial Services Industry Stability Report 2017**, s. 3, (çevrimiçi), <http://www.islamicfinance.com/wp-content/uploads/2017/06/IFSB-IFSI-Stability-Report-2017.pdf>, 16 Ağustos 2017.

IFSB, **Another Year of Slowdown in Global Islamic Finance**, (çevrimiçi), <https://www.islamicfinance.com/2017/06/ifsb-another-year-slowdown-qlobal-islamic-finance/>, 2 Ağustos 2017.

Burak Saltoğlu, **Türev Araçlar, Piyasalar ve Risk Yönetimi**, 2014, s. 36, (çevrimiçi), http://www.econ.boun.edu.tr/content/old_files/ec34401/9216.pdf, 16 Ağustos 2017.

Sigortacılıkta Yeni Dönem Başlıyor, Business HT, (çevrimiçi), <http://www.businessht.com.tr/ekonomi/haber/1510737-sigortacilikta-yeni-donem-basliyor>, 16 Ağustos 2017.

Filippo di Mauro, Pierluigi Caristi, Stéphane Couderc, Angela Di Maria, Lauren Ho, Baljeet Kaur Grewal, Sergio Masciantonio, Steven Ongena and Sajjad Zaher, **Islamic Finance in Europe**, European Central Bank, Occasional Paper Series, S. 146, June 2013, s. 21, (çevrimiçi), <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp146.pdf>, 16 Ağustos 2017.

World Bank Group, Islamic Finance A Catalyst for Shared Prosperity?, **Global Report on Islamic Finance**, 2016, s. 76, (çevrimiçi), <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/25738>, 17 Ağustos 2017.

Akbar Safdari, Sermaye Piyasasında İslami Enstrümanlar, 2009, (çevrimiçi), <http://akbarsafdari.blogspot.com.tr/2009/02/sermaye-piyasasinda-islami-enstrumanlar.html>, 17 Ağustos 2017.

Dow Jones Islamic Market, (çevrimiçi), <https://us.spindices.com/index-family/shariah/dow-jones-islamic-market>, 17 Ağustos 2017

Körfez Arap Ülkeleri İşbirliği Konseyi, (çevrimiçi), <http://www.mfa.gov.tr/korfez-arap-ulkeleri-isbirligi-konseyi.tr.mfa>, 19 Ağustos 2017.

¹ Ganeshwaran Kana, Global Sukuk Issuance is Expected to be Lower This Year, **The Jakarta Post**, 7 Mart 2017, (çevrimiçi), <https://www.pressreader.com/indonesia/the-jakarta-post/20170307/282050506857471>, 19 Ağustos 2017.

Andreas Jobst, **What is Securitization?**, IMF's Monetary and Capital Markets Department, 2008, (çevrimiçi), <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/09/pdf/basics.pdf>, 14 Ağustos 2017.

Mehmet Murat Aktaş, Muşaraka Sukuk ve Türk Hukukunda Düzenlenişi, **Uyusmazlık Mahkemesi Dergisi**, (çevrimiçi), <http://dergi.uyusmazlik.gov.tr/umd/sekizsayi/1mehmetmurataktas.pdf>, 23 Ağustos 2017.

Ahmed Abdirahman Herzi, **A Comparative Study of Asset Based and Asset Backed Sukuk From the Shariah Compliance Perspective**, (çevrimiçi), <http://ddms.usim.edu.my/bitstream/123456789/14445/1/JMFIR%20Vol.13%20No%201%202016-2-A%20Comparative%20Study%20of%20Asset%20Based%20and%20Asset%20Backed%20Sukuk%20from%20the%20Shariah%20Compliance%20Perspective.pdf>, 21 Ağustos 2017.

Islamic Finance, London Stock Exchange, (Çevrimiçi), <https://www.lseg.com/sukuk>, 30 Ağustos 2017.

Govt issues Rp 1.57t project-based sukuk, 2014, (çevrimiçi), http://www.aseanaffairs.com/indonesia_news/finance/govt_issues_rp_1_57_project_based_sukuk, 4 Eylül 2017.

Government issues first Islamic bond, 2014, (çevrimiçi), <https://www.gov.uk/government/news/government-issues-first-islamic-bond>, 4 Eylül 2017.

Shariq Nisar, ISLAMIC BONDS (SUKUK): ITS INTRODUCTION AND APPLICATION, 2010, (çevrimiçi), <https://ifresource.com/2010/04/27/how-sukuk-works-introduction-structuring-and-application-of-sukuk-bonds/>, 4 Eylül 2017.

13 Aralık 2012 tarih ve 28496 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanunu, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2012/12/20121213-1.htm>, 3 Aralık 2017.

TKBB, **Faizsiz Finans Sözlüğü**, (çevrimiçi), <http://www.tkbb.org.tr/faizsiz-finans-sozluqu#1566>, 5 Ağustos 2017.

Islamic Banker, Sukuk Al- Salam, (çevrimiçi), <https://www.islamicbanker.com/education/sukuk-al-salam>, 11 Ağustos 2017 ve Ayub, a.g.e., s. 408.

Shariq Nisar, **How Sukuk works: Introduction, structuring and application of Sukuk bonds**, Islamic Finance Resource, 2010, (çevrimiçi), <https://ifresource.com/2010/04/27/how-sukuk-works-introduction-structuring-and-application-of-sukuk-bonds/>, 6 Ekim 2017.

Mehmet Abat, Sukuk Nedir?, 2013, (çevrimiçi), <http://www.tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/Sukuk-Kenan-Dede-2013.ppt>, 6 Ekim 2017.

Ali Arsalan Tariq, **Managing Financial Risks Of Sukuk Structures**, M.Sc. International Banking, September 2004, (çevrimiçi), <http://kantakji.com/media/7829/f216.pdf>, 7 Eylül 2017.

Akther Uddin, Yousuf Sultan, Mosharrof Hosen, Nazim Ullah, **A Critical Analysis of Islamic Bonds: A case study on Sunway Treasury Sukuk**, MPRA Paper No. 68785, November 2015, s. 25, (çevrimiçi), https://mpra.ub.uni-muenchen.de/68785/1/MPRA_paper_68785.pdf, 9 Eylül 2017.

Neale Downes, “Sukuk: A Capital Idea”, **Islamic Finance**, Vol. 5, s. 21, (çevrimiçi), http://www.wfw.com/wp-content/uploads/2017/02/Volum-05_HiRes.pdf, 10 Eylül 2017.

Islamic Finance, (çevrimiçi), <http://www.investment-and-finance.net/islamic-finance/h/hybrid-sukuk.html>, 10 Eylül 2017.

Salman Shaihk, Shan Saeed, **Sukuk Bond: The Global Islamic Financial Instrument**, MPRA Paper No. 26700, November 2010, (çevrimiçi), https://mpra.ub.uni-muenchen.de/26700/1/MPRA_paper_26700.pdf, 11 Ağustos 2017.

7 Haziran 2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan III-61.1 sayılı Kira Sertifikaları Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/06/20130607-14.htm>, 29 Ekim 2017.

30 Mayıs 1929 tarih ve 1203 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası Kanunu", (çevrimiçi), https://www.tbmm.gov.tr/tutanaklar/KANUNLAR_KARARLAR/kanuntbmmc007/kanuntbmmc007/kanuntbmmc00701447.pdf, 11 Kasım 2017.

31 Temmuz 1981 tarih ve 17416 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Sermaye Piyasası Kanunu, (çevrimiçi) <http://www.resmigazete.gov.tr/main.aspx?home=http://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/17416.pdf&main=http://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/17416.pdf>, 29 Ekim 2017.

Bumin Doğrusöz, Öznur Onat, Funda Tunçel Töralp, **Gerekçe, Karşılaştırmalı Maddeler, Komisyon Raporları, Önergeler ve Karşılaştırmalı Tablolar ile Türk Ticaret Kanunu**, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, C. 1, Temmuz 2011, s. 651 (çevrimiçi), <http://www.basbakanlik.gov.tr/docs/kkgm/kanuntasarilari/TURK%20TICARET/madde%20gerekce.doc>, 18 Kasım 2017

22 Haziran 2013 tarih ve 28685 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan VII-128.1 sayılı Pay Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/06/20130622-8.htm>, 29 Ekim 2017.

7 Haziran 2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/06/20130607-13.htm>, 29 Ekim 2017.

9 Ocak 2014 tarih ve 28877 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan VII-128.4 sayılı Yabancı Sermaye Piyasası Araçları ve Depo Sertifikaları Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/10/20131023-5.htm>, 29 Ekim 2017.

9 Ocak 2014 tarih ve 28877 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140109-11.htm>, 29 Ekim 2017.

5 Temmuz 2013 tarih ve 28698 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan VII-128.2 sayılı Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/07/20130705-11.htm>, 29 Ekim 2017.

Borsa İstanbul, Borçlanma Araçları, (çevrimiçi), <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/borclanma-araclari>, 26 Kasım 2017.

Tevfik Güngör, "Gelire Endeksli Senetlerin Getirisi Faiz Sayılır mı?", **Sabah Gazetesi**, 30 Mart 2012, (çevrimiçi), <https://www.dunya.com/kose-yazisi/gelire-endeksli-senetler039in-getirisi-quotfaizquot-sayilir-mi/12724>, 26 Kasım 2017.

20 Mart 2003 tarih ve 25054 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: III No: 27 sayılı Kar ve Zarar Ortaklığı Belgelerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2009/12/20091219-11.htm>, 24 Kasım 2017.

27 Ağustos 2008 tarih ve 26980 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan, Seri: III No:35 sayılı Varlık Finansmanı Fonlarına ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2008/08/20080827-10.htm>, 26 Kasım 2017

9 Ocak 2014 tarih ve 28877 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140109-11.htm>, 26 Kasım 2017.

9 Temmuz 2013 tarih ve 28702 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/07/20130709-14.htm>, 26 Kasım 2017.

13 Mart 2013 tarih ve 28586 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/main.aspx?home=http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/03/20130313.htm&main=http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/03/20130313.htm>, 26 Kasım 2017.

Katılım Emeklilik, **Faizsiz Bireysel Emeklilik Sistemi Nedir?**, (çevrimiçi), <http://www.katilimemeklilik.com.tr/bireysel-emeklilik/bireysel-emeklilik-sistemi-hakkinda/faizsiz-bireysel-emeklilik-sistemi-nedir/>, 26 Kasım 2017.

1 Nisan 2010 tarih ve 27539 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2010/04/20100401-15.htm>, 26 Kasım 2017.

Türkiye’nin ilk sukuk ihracına yüksek talep, (çevrimiçi), <http://www.milliyet.com.tr/turkiye-nin-ilk-sukuk-ihracina-yuksek-talep-ekonomi-1281143/>, 26 Kasım 2017.

7 Haziran 2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Kira Sertifikaları Tebliğ, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/06/20130607-14.htm>, 26 Kasım 2017.

KT Varlık Kira Sertifikası Varlık Kiralama A.Ş. Vekalet ve Yönetim Sözleşmesi, (çevrimiçi), <http://www.ktksvks.com.tr/Assets/DocumentPool/Vekalet-ve-Yonetim-Sozlesmesi-2017Eylul.pdf>, 24 Aralık 2017.

28 Haziran 2013 tarih ve 28691 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/06/20130628-16.htm>, 2 Kasım 2017.

22 Haziran 2013 tarih ve 28685 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/06/20130622-7.htm>, 7 Kasım 2017.

18 Şubat 2017 tarih ve 29983 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Borçlanma Araçları Tebliği (II-31.1)’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (II-31.1a), (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2017/02/20170218-4.htm>, 2 Ocak 2018.

GYODER, Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2017 3. Çeyrek Raporu, S. 10, (çevrimiçi), http://www.gyoder.org.tr/img/mc-content/20171124151357_2583gyoder-gosterge-2017.pdf, 2 Ocak 2018.

OECD, Report for the G20 – Capital Market Instruments to Mobilize Institutional Investors to Infrastructure and SME Financing in Emerging Market Economies, (çevrimiçi), <https://www.oecd.org/g20/topics/development/WB-IMF-OECD-report-Capital-Markets-Instruments-for-Infrastructure-and-SME-Financing.pdf>, 2 Ocak 2018.

Aktif Bank, “**Gayrimenkul Sektörü için Yeni Nesil Finans Araçları**”, Mayıs 2013, (çevrimiçi), http://www.gyoder.org.tr/img/mc-content/20131025133044_2641dronderhalisdemir.pdf, 2 Ocak 2018.

Aktif VKŞ, “İFM Projesi ve Proje Kapsamında Gerçekleştirilen I. Kira Sertifikası İhracı Hakkında Bilgiler”, (çevrimiçi),

http://www.aktifvks.com.tr/docs/kira_sertifikasi_ihraci_bilgiler.pdf, 7 Ocak 2018.

Hürriyet Gazetesi, “Sukuk’a 3 misli talep geldi”, (çevrimiçi),

<http://www.hurriyet.com.tr/sukuk-a-3-misli-talep-geldi-23418056>, 7 Ocak 2018.

9 Ocak 2014 tarih 28877 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan III-58.1 Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği, (çevrimiçi),

<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140109-11.htm>, 12 Ocak 2018.

27 Mayıs 2015 tarih ve 29368 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan III-48.5 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, (çevrimiçi),

<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2015/05/20150527-7.htm>, 16 Ocak 2018.

9 Ekim 2013 tarih ve 28790 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan III-48.3 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, (çevrimiçi),

<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/10/20131009-15.htm>, 16 Ocak 2018.

SPK, Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları: Tanıtım Rehberi, (çevrimiçi),

<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/206>, 21 Ocak 2018.

28 Mayıs 2013 tarih ve 28660 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan III-48.1 sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, (çevrimiçi),

<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/05/20130528-14.htm>, 21 Ocak 2018.

GYODER, **GYO’ların Listesi**, (çevrimiçi), <http://www.gyoder.org.tr/gyolarin-listesi/>, 4 Mart 2018.

08 Kasım 1998 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanan Seri: VI No:26 sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, (çevrimiçi),

<http://www.resmigazete.gov.tr/main.aspx?home=http://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/23517.pdf&main=http://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/23517.pdf>, 4 Şubat 2018.

13 Mart 2013 tarih ve 28586 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik, (çevrimiçi),

<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/03/20130313-13.htm>, 24 Şubat 2018.

9 Temmuz 2013 tarih ve 28702 sayılı, Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/07/20130709-14.htm>, 24 Şubat 2018.

2 Ocak 2014 tarih ve 28870 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140102-4.htm>, 24 Şubat 2018.

3 Ocak 2014 tarih ve 28871 Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140103-5.htm>, 24 Şubat 2018.

İhraç Belgesi Onaylanan Gayrimenkul Yatırım Fonları, (çevrimiçi), <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/1257>, 4 Mart 2018.

5 Temmuz 2013 tarih ve 28698 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan VII-128.2 sayılı **Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği**, (çevrimiçi), <http://www.resmigazete.gov.tr/main.aspx?home=http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/07/20130705.htm&main=http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/07/20130705.htm>, 10 Mart 2018.

Özgür Kocabaşoğlu, **Gayrimenkul Sertifikaları**, (çevrimiçi), <http://www.erdem-erdem.av.tr/yayinlar/hukuk-postasi/gayrimenkul-sertifikalari/>, 10 Mart 2013.

Türkiye’nin İlk Gayrimenkul Sertifikası Halka Arz Sonuçları, (çevrimiçi), <https://www.ntv.com.tr/ekonomi/turkiyenin-ilk-gayrimenkul-sertifikasi-halka-arz-sonuclari,tcRDldCZHUWqICsA4H6woA>, 10 Mart 2018.