

SERMAYE PİYASASINDA YENİ BİR MENKUL KIYMET: KİRA SERTİFİKASI (SUKUK)

*Yrd. Doç. Dr. Burak Adıgüzel**

I.Giriş

1990'lı yılların sonlarında ve 2000'li yılların başlarında İslam ülkelerindeki fonların, İslam hukukuna uygun bir biçimde yönlendirilmesi isteği talepleri üzerine Amerika Birleşik Devletleri'nde İslami kurallara dayalı sermaye piyasalarında bir finanslamanın düşünce olarak temelleri atılmıştır¹. İlk başlarda gayrimenkul ve özel şirketlerdeki paylar üzerine yoğunlaşan yatırımların İslam hukuk kurallarının yatırım alanını sınırlamasından dolayı, geleneksel sermaye piyasası araçlarına yönelmek oldukça zordu. Bu sebeple özellikle içinde bir alacak hakkı barındıran, yani borç menkul kıymetlerine (*debt securities*) bir yatırım söz konusu olamıyordu. Bunun üzerine 2001 yılında Sukuk² adı verilen menkul kıymetleştirilmeye dayalı bir sermaye piyasası aracı oluşturuldu³. Sukuk ihracı 2006 yılına gelindiğinde dünya çapında kırkbir milyar dolar civarına

* Erciyes Üniversitesi Hukuk Fakültesi Deniz Hukuku Anabilim Dalı Öğretim Üyesi.

¹ **McMillen T. J.Michael**;Asset Securitisation Sukuk And Islamic Capital Markets : Structural Issues In This Fortmative Years, Wisconsin International Law Journal, Volume 25 No:4, 2007-2008, s.703-704. Bununla birlikte ilk kez İslam Hukuk kurallarına uygun olarak finansal bir araca yatırım yapılabilirlik, 1988 yılında Suudi Arabistan Cidde'de toplanan, 40. Yıllık İslam Hukuku Genel Kurul Toplantısında ele alınmıştır.

² Sukuk, esasen Arapça'daki "Sak" kökünden gelmekte olup, Sak'ın kelime anlamı sertifika veya vesikadır. Sukuk ise Sak'ın çoğulu olduğundan "Saklar", sertifikalar anlamına gelmektedir. Bu anlamda finansal sertifikanın Arapça adı ve faizsiz bono olarak tanımlayabilmek mümkündür. Nitekim İngilizcede *financial certfiicate* olarak adlandırılmaktadır. Bu yönde, **Khaleq- Abdel H. Ayman/Richardson F. Christopher**; New Horizons for Islamic Securities : Emerging Trends in Sukuk Offerings, Chicago Journal of International Law, V.7 No:2, 2006-2007, s.410.

³ **Nathif J. Adam/Abdulkader Thomas**;Islamic Bonds: Your Guide To Issuing, Structuring And Investing In Sukuk, UK 2004, s.11.

ulaşmıştı⁴. Bu dönem içinde en fazla ihraç yapan ülkeler Ortadoğu'da körfez ülkeleri ve Malezya idi⁵. Daha sonra bu ihraçlara Avrupa ülkeleri de katılmıştır. Almanya'nın Saksonya eyaleti bölgesel hükümeti 2004 yılında sukuk ihracı yaparken, Almanya'da ülke anlamında daha sonra 100 milyon Euro'luk bir ihraç daha yapılmıştır. Hollanda'da gayrimenkul varlıklarına dayalı bir ihraç sonradan yapılmıştır.

ABD'de her ne kadar sukuk ile menkul kıymetleştirme düşüncesi ortaya konulmuş olsa da, bunun gerçekleşmesi 2006 yılını bulmuş ve 2006 yılında petrol ve doğal gaz varlıklarına ilişkin olarak ilk ihraç 167,5 milyon dolarla yapılmıştır⁶. Piyasanın gelişimi ile birlikte en büyük sukuk ihracı ise, 3,52 milyar dolar olarak 2007 yılını ortaya çıkmıştır⁷. 2007 yılı Mart ayında ise, sermaye piyasası merkezleri ile rekabet etmek amacıyla finansman senedi (*finance bill*) adı altında İngiltere sermaye piyasasına sukuk ihracı imkânı getirilmiştir⁸. Bugün için global piyasalarda 90 milyar dolarlık bir sukuk ihracı yapıldığı görülmektedir⁹.

Bugün için Ortadoğu'da körfez ülkeleri yanında Avrupa ve ABD'de ve Asya-Pasifik ülkeleri olarak adlandırılan bölgede Malezya ve Pakistan, Japonya, Hong-Kong ve Kore sermaye piyasalarında da sukuk ihracı ile karşılaşmaktadır¹⁰.

Bir sermaye piyasası aracı olan sukuk, Sermaye Piyasası Kurulu'nun son düzenlemelerinden biri olan Seri III No:43 sayılı tebliği ile Türk hukukuna

⁴ Sukukun gelişimin tarihi için bkz. **Küçükçolak Necla**; Faizsiz Finansman Sertifikası Sukuk'un Türk Sermaye Piyasası Açısından Değerlendirilmesi, Finans Politik & Ekonomik Yorumlar, C.45, S.520, İstanbul 2008, s.31 vd.

⁵ **Khaleq- Abdel/Richardson**, s.413.

⁶ **Khaleq- Abdel/Richardson**, s.413, **Mcmillen**, s.707-708.

⁷ **Aga Oliver**; Islamic Finance in the Gulf: A Practitioner's Perspective, Berkeley J.Of Middleeastern & Islamic Law, V.1 No:1, 2008, s.179.

⁸ Bu konuda geniş bilgi için bkz. **UK Welcomes the Sukuk**, International Finance Law Review, V.26 May 2007, s.24 vd.

⁹ **Godlewski J. Cristophe/Aris-Turk Rima/Weill Laurent**; Are Sukuk Really Special? Evidence From The Malaysian Stock Exchange, 3 March 2010, European Research Group "Money, Banking & Finance" Financial and Monetary European Integration Group Workshop on Islamic Finance in Strasbourg, 17 March 2010, s.2.

¹⁰ Malezya Asya-Pasifik bölgesinde, Sukuk ihracının %95'ini yapmaktadır.

da girmiştir¹¹. Kira sertifikası¹² olarak adlandırılan bu menkul kıymetin tanımı, menkul kıymeti ihraç edecek varlık kiralama şirketleri, kira sertifikasına ait esaslar ve kayda alma usulü bu tebliğde düzenlen hususlar olarak karşımıza çıkmaktadır.

Türk hukuk düzenlemesinde kira sertifikası olarak adlandırıldığı için çalışmamızda bu isimle ele alacağımız menkul kıymetin, bir sermaye piyasası aracı olarak ne anlama geldiğini, hukuki niteliğini ve özelliklerini ele alacağız. Bunun yanında, kira sertifikalarını ihraç edecek varlık kiralama şirketlerini ele alacağız. Bununla birlikte, özellikle yabancı hukuklardaki uygulamaları da inceleyerek, benzerlikleri ve farklıları da bu çerçevede ele alacağız.

II. Kira Sertifikası Kavramı

1.Kira Sertifikasının Tanımı

Seri III No:43 sayılı tebliğin 3.maddesinin (f) bendinde kira sertifikası, “Varlık kiralama şirketinin satın almak veya kiralamak suretiyle devraldığı varlıkların finansmanını sağlamak amacıyla düzenlediği ve sahiplerinin bu varlıklardan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymet” olarak tanımlanmıştır.

Kira sertifikası olarak adlandırdığımız sukuk’a ait bir tanımda ise, sukuk’un ihraççının maddi varlıkları üzerinde bölünemeyen ve alacak hakkı olarak nitelendirilemeyen, bir mülkiyet hakkındaki ortaklığı temsil eden sertifikalar olarak belirtilmiştir¹³. Bunun yanında sukuk’u, maddi varlıkların üretiminin veya ticaretinin belli bir vadeye kadar çıkarılan veya var olan varlıklar, hizmetler veya projelerin finanslanması amacıyla çıkarılan varlık temelli bir yatırım sertifikası olarak da açıklamak mümkündür¹⁴.

Görüldüğü üzere gerek tebliğ ve sukuk’a ilişkin diğer tanımlar birlikte ele alındığında kira sertifikasını ihraç edenin gerek kendisine ait gerekse kiralamış olduğu maddi varlıklar üzerinde bir ortaklığı, dolayısıyla bunlara dair kazançtan bir kâr payı hakkını sağlayan bir nitelik arz ettiği söylenebilir.

¹¹ 01.04.2010 tarihli 27539 sayılı RG’de yayımlanan Seri III, No:43 sayılı Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ.

¹² Bununla birlikte, söz konusu tebliğin tanımına ilişkin 3.maddesinin (f) bendinde kira sertifikasının kira sukuku anlamına geldiği de belirtilmiştir.

¹³ **Agna Oliver**; *Islamic Finance: Principle Before Profit*, Berkelley J.Of Middleeastern & Islamic Law, V.2 No:1, 2009, s.133.

¹⁴ **Godlewski/Aris/Weill**, s.5.

Bu çerçevede kira sertifikasının tanımından ortaya çıkan unsurlar; maddi varlık esaslı olması, ortaklığı temsil etmesi, yatırımcının elde ettiği kazancın kira sertifikasının dayalı olduğu maddi varlıktan elde edilen kâra dayalı olmasıdır. Bu unsurların içeriğine kira sertifikasının hukuki niteliğine değinirken açıklayacağız.

2.Kira Sertifikasının Hukuki Niteliği

Kira sertifikasının hukuki niteliğine SerPK m.3 (b) kapsamında, onun bir menkul kıymet ve kıymetli evrak olması açısından bakmak gerekmektedir. Zira Seri III, No:43 sayılı tebliğin m.3 (f)'de belirtilen menkul kıymet niteliğinde sermaye piyasası aracı olması yanı sıra, SerPK m. 3 (b)'deki açık hüküm uyarınca, menkul kıymet niteliğine sahip her sermaye piyasası aracı birer kıymet kıymetli evraktır. Ancak yabancı hukuklarda her menkul kıymetin kıymetli evrak olmadığı durumu karşısında, kira sertifikalarının yabancı hukuklar bakımından da bu özelliğine ayrıca değinmek gerekmektedir.

A.Kira Sertifikasının Menkul Kıymet Niteliği

a) Ortaklık Hakkı Sağlaması

Bir senedin menkul kıymet sayılabilmesi için mutlaka ortaklık veya alacaklılık hakkı sağlaması ve bunun hukuki bir esasa dayanması gerekmektedir¹⁵. Bu hukuki esas, biraz sonra değineceğimiz menkul kıymet niteliğindeki senetlerin seri şekilde çıkarılmaları sebebiyle, çıkarılan bütün senetlerin aynı hukuki temele dayanarak çıkartılmalarıdır. Değişik hukuki ilişkilerden kaynaklanan senetler menkul kıymet niteliğinde olamazlar.

Kira sertifikasının, menkul kıymet niteliği bakımından, menkul kıymetin ya ortaklık ya da alacaklılık hakkı sağlaması gerektiğinden, kira sertifikasının sahibine sağladığı hakkın tespit edilmesi bakımından vermiş olduğu hak ele alınarak bir değerlendirme yapmak gereklidir.

Bu açıdan kira sertifikasına ilişkin Seri III No:43 sayılı tebliğin 7.maddesi hükmü belirleyici olacaktır. Hükme göre, kira sertifikası sahipleri, kendi tertiplerine ilişkin varlıklardan elde edilen gelirlerde payları oranında hak sahibidirler. Görüldüğü üzere, kira sertifikasının sağladığı hak gelirden pay alma hakkıdır. Bu geliri sağlayan ise, yine aynı tebliğin 3.maddesinin (I) bendine göre, varlık kiralama şirketinin (VKŞ) satın alacağı veya kiralayacağı her türlü menkul veya gayrimenkul mallar ve maddi olmayan varlıklardır. Tebliğde bu şekilde belirtilmiş varlıklar intifa hakkı, hizmetler,

¹⁵ **Aytaç Zühtü**; Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara 1988, s.47, **Özcan Fırat**; Kıymetli Evrak Hukuku, 2. Bası, Ankara 1997, s.197.

bir proje veya yatırım olarak da örneklendirilebilir¹⁶. Bu açıdan Tük sermaye piyasalarında daha önce ihraç edilmiş gelir ortaklığı senedi (GOS) ve kâr zarar ortaklığı belgelerine (KZOB) benzemektedirler¹⁷.

Sukuk veya diğer adıyla kira sertifikasında hiçbir şekilde ihraççılara bir borç verilmez. Yani bir alacak hakkı söz konusu değildir. Mevcut varlıklar üzerinde elindeki kira sertifikaları ile kısmi ve orantılı bir kâr sağlar¹⁸. Bununla söz konusu varlıklar üzerinde mülkiyet hakkı sağlayan sukukların da sermaye piyasalarında ihraç edildiği görülmektedir¹⁹. Ancak bu tip sukuklarda esasen var olan mülkiyet hakkı bölünemeyen bir nitelik arz ettiğinden bunlarda da sağlanan getiri üzerinden sukuk sahiplerine gelir dağıtıldığı görülmektedir.

Tebliğ, kira sertifikasını çıkaracak olan VKŞ'lerin ellerinde olmayıp, kiraladıkları varlıklar üzerinden de kira sertifikası ihraç edebilmelerine cevaz vermiştir.

Bunun durum ihraç edilen kira sertifikalarının o varlıkta ister satış isterse başka bir şekilde olsun elde edilecek gelir üzerinden kâr sahipliği sağladığını açık bir şekilde ortaya koymaktadır. Kiralama hem Borçlar Hukuku anlamında bir kira sözleşmesi hem de finansal kiralama olabilir.

Uygulamada da kira sertifikası olarak adlandırılan sukuk'un en sık kiralama (*Lease*) ve vadeli ödemeli satış (*Deferred Payment Sale*) yöntemleriyle²⁰ ihraç edildiği görülmektedir²¹. Bunun yanında, peşin ödemeli vadeli satış (*Forward Sale*), sipariş üzerine üretim sözleşmesi (*commission to manufacture*), sınırlı ortaklık (*Limited Partnership*) ve

¹⁶ **McMillen T. J. Michael**; Contractual Enforceability Issues: Sukuk And Capital Market Development, Chicago Journal of International Law, V.7 No:2, Winter 2007, s.428.

¹⁷ GOS, Türk hukukunda, 2983 sayılı "Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması Hakkında Kanun", KZOB, SPK'nın Seri III, No:27 sayılı tebliği ile düzenlenmiştir.

¹⁸ **Khaleq- Abdel/Richardson**, s.417, **McMillen**; Contractual, s.429.

¹⁹ Bu konuda bilgi için bkz. **Agna**; 2009, s.130 vd. ve **Ayub Muhammed**; Understanding Islamic Finance, England 2007, s.396 vd.

²⁰ İslam hukukundaki yöntemler esas alınarak, bunlar sırasıyla İcra sukuk ve Murabaha sukuk olarak adlandırılmaktadır.

²¹ **Wilson Rodney**; Innovation in the structuring of Islamic Sukuk securities, Lebanese American University, 2nd Banking and Finance International Conference, Islamic Banking and Finance, Beirut, 23rd – 24th February 2006, s.6.

ortaklık (*Partnership*) yöntemleri²² üzerinden ihraç edilen sukuklarda görülmektedir²³.

Türk sermaye piyasası açısından ise, 4.madde hükmü ile bu yöntemlerden kiralama ve sipariş üzerine üretim sözleşmesi yöntemin uygulanması ile kira sertifikası ihracının mümkün olabileceği söylenebilir. Bunlar dışındaki vadeli ödemeli satış (*Murabaha sukuk*), sınırlı ortaklık (*Mudaraba sukuk*) ve ortaklık (*Muşaraka sukuk*) yöntemleri ile kira sertifikası ihraç edilmesi daha sonrada açıklayacağımız üzere, tebliğin 4.maddesi hükmü karşında mümkün değildir. Her ne kadar özellikle tebliğin 17.maddesinde yer alan “Kira sertifikaları, VKŞ’nin talebi ve ilgili borsanın uygun görmesi üzerine menkul kıymet borsalarında işlem görebilir” hükmü ile bahsettiğimiz diğer sukuk türlerinin de yatırımcılar açısından ikincil piyasada işlem görmeleri söz konusu olmakla beraber, bu tip kira sertifikalarının ihracı söz konusu olamayacaktır.

Kira (*İcara*) Sukukda, ihraççının sukuk konusu yaptığı varlık bir normal bir kira sözleşmesi veya bir finansal kiralama sonucu ihraççı tarafından müşterilerine kiralanır ve elde edilen kira geliri sukuk sahiplerine gelirden pay olarak dağıtılır²⁴. Kiralama konusu varlık gayrimenkul veya menkul olabilir. Burada projelendirilmiş ve inşa edilmekte olan varlık veya gayrimenkuller de sözleşmede belirtilmek kaydıyla kiraya verenin normal şekilde elde edeceği gelir, inşa edeceği veya satın alacağı varlığın kiraya verilmesini sağlanması yoluyla da sukuka konu olabilmektedir. Hatta hizmetlerin önceden satılması ya da diğer deyişle hizmet kiralanması dahi kira sukukunda kullanılmaktadır²⁵. Bununla birlikte, özellikle ABD’de olmak üzere bireysel ve ticari gayrimenkuller esas alınarak sukuk ihracı yapılmaktadır²⁶. Kiralama sonucu SPV’ye akan kira geliri, sukuk ödemelerine aktarılmaktadır. İcara sukuku kira geliri üzerinde sahiplik hakkını temsil ettiği için ikinci piyasada alım satıma konu olabilir.

²² Bunlarda İslam hukukundaki yöntemler esas alındığından, yine sırasıyla Selem sukuk, İstisna sukuk, Mudaraba sukuk, Muşaraka sukuk olarak anılmaktadır.

²³ Bununla birlikte, nadir de olsa esasen tarım ürünleri üreten Müslüman ülkelerde, tarımsal sulama, tarım ürünleri ve hâsılat kirası sözleşmesi esas alınarak sukuk ihracının da yapıldığı görülmektedir.

²⁴ **Ayub**, s.405.

²⁵ **McMillen**; Asset Securitisation, s.740.

²⁶ **McMillen**; Asset Securitisation, s.750.

Sipariş üzerine üretim sözleşmesi (*İstisna*) sukuku, üretilecek varlıkların sahipliği üzerine bina edilmiş bir yapıya sahiptir. Varlığı üretecek aynı zamanda ihraççı olup, üretilecek varlığın sahipliği önceden satarak veya kiralarak finansman sonucu üretilen varlığın satışından veya üretim sonucu elde edilecek geliri sukuk yatırımcılarına dağıtmaktadır. Genel olarak gayrimenkul projelerini finansmanında kullanılan bir yöntemdir. Sukuk ihraçından ihraççının elde ettiği fon yapılacak projenin maliyetiyken, ihraççının sukukları sattığı yatırımcılar projenin alıcılarıdır. Yatırımcılar projeye sahip olurlar ve sukukun satış bedeline veya paralel istisnayla satılan proje sonrası üretilen varlığın satış bedeline hak kazanmaktadırlar. İstisna sukuku, İslam hukukunun uygulandığı körfez ülkelerinde büyük altyapı projelerini finanse etmek için kullanılmıştır²⁷. Alt yükleniciyle paralel istisna sözleşmesi yapılması imkânı tanıdığı için sukukun finansal aracılık yapılmasına uygun olduğu söylenebilir. Bu nedenle bir finansal bir kuruluş kâr amaçlı bir inşaat projesini yüklenebilir ve altyüklenici sözleşmesiyle inşaat projesini başka bir firmaya devredebilir²⁸.

Vadeli ödemeli satış (*Murabaha*) sukukunda ise, ihraççı menkul veya gayrimenkul varlığın vadeli olarak ödenecek şekilde satıcısıdır. Bu varlığı müşterilere vadeli ödenecek şekilde satar. Sukuk yatırımcısı vadeli satışa konu olan varlığın nihai satış fiyatı üzerinden elde edilecek gelire sahiptirler²⁹.

Peşin ödemeli vadeli satış (*Selem*) sukukda, ihraççı sukuk yatırımcıları ile ileride teslim edilmek üzere bir varlığın satışı hususunda sözleşme yapar. Ayrıca yine ihraççı ile yatırımcılar yaptıkları ikinci bir sözleşme ile ilk sözleşmeye paralel olarak ellerindeki sertifikalar ile malın alma hakkını mubayaa edilmesine dair sözleşme yaparlar. Bu iki sözleşme birbirinden bağımsız olup birinin konusu varlığı satışı iken diğer varlığın teslim tarihi olmaktadır. İkinci sözleşme sonucu ihraç edilen sukuklarda varlığın teslim

²⁷ **Ayub**, s.407,

²⁸ **El-Gamal Mahmoud A**; Islamic Finance :law, economics, and practice, Cambridge Univercity Press, New York, 2006, s..115.

²⁹ **Agna**, 2009, s.132. Bu sukukun İslam hukukuna göre geçerli olması için sadece birincil piyasada işlem görmesi gerekir. Zira sukuk, emtia alıcısının yatırımcılara borcunu temsil etmekte ve borcun vadeli olarak alınıp satılması faizle sonuçlanacağından bu durum İslam hukukuna aykırıdır. Ancak bir borcu içinde barındırmasına rağmen büyük bölümü musaraka veya icara sukuku gibi ciro edilebilir menkul kıymetlerden oluşan bir portföyün küçük bir parçasını oluşturduğu hallerde murabaha sukuku ciro edilebilir kabul edilmektedir. **Ayub**, s.405.

tarihi aynı zamanda sukukun vadesi olmaktadır³⁰. Böylece sukuk yatırımcıları esasen teslim tarihinde kadar fiyatı artacak bir varlığı önceden belli bir fiyat ödeyerek almakta teslim aldıklarında ise varlığın o anki değeri üzerinden gelir elde etmektedirler. Esasen teslim olmamakta bir bakıma vadeli işlem sözleşmelerine benzer bir biçimde varlığın, sukukların vade tarihindeki satış fiyatı üzerinden satılarak, gelir her bir sukuka paylaştırılmaktadır. Bu konuda sukuk yatırımcıları tarafından sözleşme yapılan ihraççıya yetki verilmektedir.

Sınırlı ortaklık (*Mudaraba sukuk*) ve ortaklık (*Muşaraka sukuk*) yöntemleri esasen iki farklı yapıda ortaklı sözleşmesi temelli olup, bunlar arasındaki farklılık ortaklığın meydana getirilmesinde ortaklığın nasıl olacağı ile ilgilidir³¹.

Sınırlı ortaklık (*Mudaraba sukuk*) yönteminde, varlık üzerinde eşit değerde paylarla sahipliği yahut diğer deyişle mülkiyeti temsil eden, mülkiyetin tam olduğu, sukuk yatırımcılarının isminin kaydedildiği ve getirinin sahip olunan hisseye göre dağıtıldığı yatırım sukuklarıdır. Bu yöntemde bir anlamda gelir paylaşımli hissedarlık adı da verilebilir³². Bu tür sukuk yatırımcıları esasen söz konusu varlığın sahibidirler. Ancak burada bir kâr ortaklığı olup zarara katılma söz konusu değildir³³. Zararı sukuktan elde edilen sermayeyi yöneten üstlenir. Mudaraba sukuku büyük yatırım projelerinde geniş kitlelerin katılımını arttırmak için kullanılmıştır³⁴. Mudaraba sukuku, ortak mülkiyeti ifade eder ve sukuk ihraç edene karşı ihraççının finanse ettiği yahut bizzat oluşturduğu özel projelerde sukuk sahibine pay hakkı verir³⁵. Mudaraba sukuku yatırımcısına, ihraççı ile yaptığı sözleşmeyi ikincil piyasada satarak yani sukuku satarak mülkiyeti başkasına devretme hakkı verilmiştir³⁶.

³⁰ Ayub, s.403.

³¹ Schoon Natalie; Islamic Banking and Finance, London 2009, s.43, Thomas S. Abdulkader/Cox Stella/Kraty Bryan; Structuring Islamic Finance Transactions, London, 2005, s.47.

³² Mcmillen; Asset Securitisation, s.760.

³³ Agna;2009, s.131, Thomas/Cox/Kraty, s.48.

³⁴ Hassan Kabir M./ Lewis K. Mervyn; Handbook of Islamic Banking, Cheltenham 2007, s.230.

³⁵ Ayub, s.398, Hassan/Lewis, s.231.

³⁶ Ayub, s.398.

Ortaklık yönteminde (*Muşaraka sukuk*) sukuk, varlığının mülkiyetini temsil eden yatırım sertifikalarıdır. Sukuk ihraç edenlerin yatırım kararlarında referans gösterilen sukuk yatırımcıları komitesi meydana getirilmesi nedeniyle sukuk yatırımcıları ve sukuk ihraççısı arasındaki iliksinin organizasyonu hariç olmak üzere mudaraba sukukundan bir farkı yoktur³⁷. Muşaraka Sukuku, ortaklık sözleşmesine dayalı mevcut bir işin finansmanını geliştirmek veya yeni bir projeyi tesis etmek için kullanılır³⁸. Sukuk yatırımcıları hisseleri oranında projenin veya faaliyetin sahibi olurlar. Muşaraka sukuk da ikincil piyasalarda alınıp satılabilir niteliktedir. Yeni bir projenin yapılması ya da var olan bir projenin geliştirilmesi yahut da herhangi bir ortaklık sözleşmesini temel alan bir faaliyetin finansmanı için eşit değerde ihraç edilmiş niteliktedirler.

b) Belirli Bir Meblâğı Temsil Etmesi

Bu durum, doktrinde menkul kıymetin bir itibarî bir değer taşıması, belirli olan bir meblâğ üzerinden düzenlenmesi gerektiği şeklinde anlaşılmaktadır³⁹. Bir diğer görüş ise, SerPK m.3 (b)'de menkul kıymet için belirtilen belirli bir meblâğı temsil etme ile ortaklık ve alacaklılık hakkı sağlama unsurlarının birlikte ele almaktadır. Görüş, bu unsurların menkul kıymetlerin kredi ve ödeme vasıtası olarak kullanılmama ve bu sebepten de devamlı bir biçimde sermaye yatırımlarına hizmet etme özeliğine işaret etmektedir⁴⁰. Kanımızca, her iki unsur birlikte ele alınmalı, bunlar birbirinden bağımsız değerlendirilmemelidir. Zira birbirlerine bağlı unsurlar oldukları için, birinin varlığı doğrudan diğerinin varlığını da gerekli kılar.

İtibari değer bir diğer deyişle satış değeri olmaktadır. Kira sertifikasının ihraç edileceği zaman izahnamede gösterilecek ihraç değeri itibari değeri olacaktır.

Seri III, No:43 sayılı tebliğde kira sertifikalarının itibari değerlerinin ne olduğuna dair bir belirlemede bulunulmamıştır. Bununla birlikte SPK'nını çıkardığı diğer tebliğler esas alınarak tebliğin 8. ve devamı maddelerindeki hükümler çerçevesinde kira sertifikasının ihraççı tarafından ihraç edilirken mutlaka belirlenmiş bir itibari değerinin söz konusu olacağını söyleyebiliriz. İtibari değer ihraççı tarafından belirlenecek ve bu itibari değer belirlenirken

³⁷ Ayub, s.399, Hassan/Lewis, s.56, Thomas/Cox/Kraty, 53.

³⁸ Hassan/Lewis, s.57, Agna;2008,s.139.

³⁹ Aytac, s.47, Öztan, s.185,

⁴⁰ Tekinalp Ünal; Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982, s.12-14.

sermaye piyasasının o zamanki şartları ve talep edilirlilik ile bunların yanında kira sertifikası konusu olan varlıkların değeri esas alınacaktır.

c) Yatırım Aracı Olması

Yatırım aracı niteliğini taşıma, menkul kıymetler yanında SerPK m.3 bent (b)'de kabul edilen menkul kıymet dışındaki diğer sermaye piyasası araçlarında da var olan bir unsurdur⁴¹. Menkul kıymet sayılmanın bu unsuru özellikle para piyasası aracı olarak nitelendirilen ve nitelikleri kredi ve ödeme aracı olan sermaye piyasası araçları ile menkul kıymetleri ayırmak amacıyla ortaya konmuştur⁴². Burada, ödeme ve kredi aracı olarak anılanlar ticari senetler olup, para piyasasına yönelik sermaye piyasası araçları değildir. Çünkü para piyasasında direkt olarak işlem yapılan, TTK'da düzenlenen ticari senetler olarak adlandırdığımız poliçe, bono, çekten farklı sermaye piyasasında işlem gören ve para piyasası araçları olarak kabul edilen hazine bonoları, tahviller, finansman bonoları, VDMK, yatırım yapılma unsuruna sahiptirler. Nitekim bu araçlara yatırım yapanlar sonuçta bunları ihraç edenlere bir borç vermekte ve aynı zamanda yatırım yapan da bu verdiği borcun getirisine bakmaktadırlar. Yatırım aracı olma unsuru, orta ve uzun vadeli yatırım yapılabilir olmak esas alınarak menkul kıymetin unsurlarından biri olarak görülmekle birlikte⁴³, kısa vadeli sermaye piyasası araçlarının da menkul kıymet niteliğinde oldukları bugün için kabul edilmektedir. Bir bakıma, menkul kıymetin unsurları arasında sübjektif veya değişken olan bir unsur olarak alınan⁴⁴ yatırım aracı olma unsuru, SPK'nın tebliğleri ile menkul kıymet sayılan fakat kısa vadeli olan sermaye piyasası araçları içinde söz konusudur⁴⁵.

Kira sertifikaları, sahibine belli bir varlık ya da varlıklar üzerinden belli bir dönemde elde edilecek gelir üzerinden pay alma hakkını içinde barındıran sermaye piyasası araçlarıdır. Kira sertifikasını üzerindeki itibari değerinden satın alanlar, ihraççı tarafından belirtilmiş vadesinde kira sertifikasının konusu oluşturan varlıkların getireceği kazancı göz önünde

⁴¹ Tekinalp, s.16.

⁴² Destanoğlu Yıldız B. ; Yatırım Fonu Katılma Belgeleri, Ankara 2004, s.67.

⁴³ Aytaç, s.47. Aksi yönde, Destanoğlu, s.67 dn.223, Öztan, s.186.

⁴⁴ Aytaç, s.47, Tekinalp, s.16, Öztan, s.186.

⁴⁵ Para piyasasına yönelik sermaye piyasası araçları olan hazine bonosu, devlet tahvili, özel şirketlere ait tahvillerin yatırım aracı olmak bakımından vadeleri, 90 güne kadar olabilmektedir.

tutarak ve bunlar üzerinden kâr elde etmeyi amaçlayarak kira sertifikasını satın almaktadırlar.

Sermaye piyasası araçları sonuçta piyasa şartlarına göre orta ve uzun vadeli yatırım aracı olur. Seri III No:43 sayılı tebliğde, kira sertifikalarının belli bir sınır dâhilinde vadesinin olması söz konusu edilmemiştir. Yani ihraççılar piyasa şartları ve talebe göre vadeli kira sertifikası çıkaracaklardır.

Sukuk uygulamasında uluslararası piyasalarda, yapılan ihraçlar 5 yıl ve 10 vadeli olarak ve tıpkı hazine borç menkul kıymetlerine benzer olarak 3 ayda bir kâr payı ödemeli olarak ihraç edilmektedir⁴⁶. Buna ilişkin olarak, Seri III No:43 sayılı tebliğin 7.maddesine göre, kira sertifikası sahiplerine yapılacak ödemelerin vadelerinin VKŞ yönetim kurulu tarafından belirleneceği ve buna ilişkin bilgilerin izahnamede veya nitelikli yatırımcılara yapılacak duyurularda yer verileceği hükmü gereğince belli bir vade içerisinde periyodik olarak sertifika kâr payı ödemesinin gerekli görüldüğü söylenebilir.

d)Dönemsel Gelir Getirmesi

Menkul kıymetler, gelir getirme özellikleri dolayısıyla talep edilen yatırım araçlarıdır. Gelir kavramı, menkul kıymetler açısından faiz, kâr, temettü, yeni senetler edinme imkânı gibi çok çeşitli olabilir. Dönemsellik ise, bu gelirin oluşması için belli bir zamanın geçmesi gerektiğini göstermektedir. Bu zaman periyodik aralıklarla olabileceği gibi, yatırım yapılan menkul kıymetin piyasadaki alım satımı esnasında ortaya çıkan fiyatındaki artış veya yatırım yapılan aracın dayandığı varlıkların getirilerinin artması sonucu doğar.

Kira sertifikalarında diğer bölümlerde de bahsettiğimiz üzere, ortaklık hakkı sonucu varlıklardan elde edilen gelir üzerinden kâr payı kazanılmaktadır. Bunun yanında ikincil piyasada kira sertifikalarının alınıp satılması sonucu, dayandığı varlıkların değer artışı ile itibari değerinden daha yüksek değere ulaşmayla elinde tutan yatırımcının sertifikayı satması ile de ayrıca gelir elde etme imkânı doğmaktadır.

e)Misli Nitelikte Olma

Menkul kıymetlerin misli nitelikte olması, ihraç edilen menkul kıymetlerin ile aynı cinsten birçok menkul kıymetin aynı anda çıkarılması ve bu ihraç edilen menkul kıymetlerin birbirinin yerini alabilmesidir. Yani bir ihraca bağlı olarak çıkartılan menkul kıymetlerin niteliklerinin ve cinslerinin

⁴⁶ Wilson, s.6.

aynı olarak birbirlerinin yerine ikamelerinin mümkündür⁴⁷. Menkul kıymetin misli nitelikte olması, parça ve sayı itibariyle belirli bir hâle getirilmiş olması ile açıklanabilir. Bu, aynı ihraççı tarafından aynı zamanda çıkarılan bütün menkul kıymetlerin, aynı hakları sağlayan özelliklere sahip olmasıdır⁴⁸. Menkul kıymetlerin kitle şeklinde ihraçları nedeniyle; aynı seriler şeklinde çıkarılmış olmaları, farklı seri numaraları taşımaları, nama veya hamile yazılı olmaları, hatta itibarî değerlerinin değişmesi misli niteliğine halel getirmez⁴⁹. Bu kitle şeklinde ihraç da, diğer bir menkul kıymet niteliği olan seri şekilde çıkarılmadır. Menkul kıymetlerin misli niteliğinin en büyük önemi ise, onların borsada alınıp satılmaları ve aracılık işlemlerine konu olmalarında görülmektedir⁵⁰.

Kira sertifikaları satın alınan veya kiralanılan varlıklar üzerinde gelirden pay alma hakkı olarak ortaya çıkan hukuki ilişkiden kaynaklanan ve ihraççı tarafından birden fazla ihraç edilen menkul kıymetler olacağı için, birbirlerinin yerine geçebilme nitelikleriyle birlikte misli nitelik taşıyacaklardır.

f)Seri Halde Çıkarılma

Misli nitelikte olma özelliği birlikte, seri hâlinde çıkarılma, birden çok sayıda yani kitle hâlinde ihraç edilme anlamındadır. Ayrıca ihraç edilen menkul kıymetlerin birbirini takip eden şekilde seri numaraları taşımalarını da ifade etmektedir⁵¹. SerPK m.3 (b)'de seri hâlde çıkarılma yanında çok sayıda ibaresi olmamasına karşın, doktrin bu iki kavramı bir arada kullanmakta ve birbirinden ayırmamakta olup, gerçekten de seri şekilde çıkarılma aynı zamanda birden çok çıkarılmayı mecburi kılar. Kira sertifikaları VKŞ'ler tarafından seri hâlde ve çok sayıda çıkarılarak yatırımcılara ihraç edileceklerinden, menkul kıymet olmanın bu niteliğini sağlamaktadırlar.

g)İbarelerinin Aynı Olması

Bu unsur, aynı seri ve tertipteki menkul kıymetlerin aynı ifadeleri taşıması gerektiğini ifade etmektedir. Bununla birlikte, aynı ifadeler deyimi,

⁴⁷ Aytaç, s.48, Tekinalp, s.14, Öztan, s.186.

⁴⁸ Turanboy Asuman; Varakasız Kıymetli Evrak, Ankara 1998, s.74.

⁴⁹ Turanboy, s.75.

⁵⁰ Aytaç, s.48, Tekinalp, s.15.

⁵¹ Aytaç, s.75.

menkul kıymetlerin aynı ibareleri taşıması gerektiği anlamına gelmemektedir⁵².

Kira sertifikaları bakımından bu husus Seri III No:43 sayılı tebliğin 8.maddesinin 4.fikrasında öngörülmüştür. Bu hükme göre, Halka arz edilecek kira sertifikalarına ilişkin izahname ve sirkülerin, VKŞ ile ihraca ilişkin olarak mevzuatın öngördüğü ve SPK tarafından gerekli görülen bilgileri açıklıkla ortaya koyacak ayrıntıda düzenlenmesi, SPK tarafından belirlenen asgari standartlara uygun olması, kayda alınma başvurusu sırasında Kurulca istenecek ek bilgileri içermesi ve bilgi ve açıklamaların gerektiğinde belgeye dayandırılması zorunludur. Buradan anlaşılması gereken, ancak izahnamede SPK'nın öngördüğü şekilde kira sertifikalarının ibarelerinin belli olacağı ve SPK tarafından bunların uygunluğu kabul edildikten sonra ihraç yapılabileceğidir.

B.Kıymetli Evrak Niteliği

SerPK m. 3 (b)'deki açık hüküm uyarınca, SerPK'da yer alan menkul kıymet niteliğine sahip her sermaye piyasası aracı aynı zamanda kıymetli evrak olduğundan, kira sertifikaları da kıymetli evrak niteliğinde ancak SerPK m.10/A uyarınca kaydi olarak tutulan senetler niteliğindedirler.

III. Kira Sertifikasının İhraççısı

1.Yabancı Sermaye Piyasalarında

Uluslararası sermaye piyasalarında, sukuk ihracı bakımından iki esas öngörülmüştür. Bunlardan birincisi varlıkları satın alan veya kiralayan kuruluşun başka bir tüzel kişiliği olan kuruluşa devri ile ihracın yapılmasıdır. İkincisi ise, ihracın bir özel amaçlı yapı (Special Purpose Vehicle SPV) vasıtasıyla yapılmasıdır. Esasen her iki yöntemde de özel amaçlı yapıların, yani SPV'nin varlığı söz konusudur. Ancak aralarındaki temel fark ikinci yöntemde SPV'lerin fon benzeri yapılar olması yani tüzel kişiliği olmaması durumlarında iflas etmeyen (*bankruptcy remote*) nitelik arz etmeleridir⁵³.

Bu ihraç yönteminde ihraççı bizim sermaye piyasamızdaki yatırım fonu benzeri SPV olup, varlıkları elinde tutan banka veya benzeri bir kurum ihraç için varlıkları bu yapıya devretmektedirler. SPV tipindeki yapılar esasen varlıkların ihraç öncesi bünyesinde olan kuruluşların sahibi oldukları veya büyük oranda ortak oldukları için, karar alma yönünde bu büyük ortaklara ve sahiplerine bağlıdır⁵⁴.

⁵² Aytaç, s.49, Turanboy, s.75.

⁵³ Schoon, s.43.

⁵⁴ Ayub, s.393.

İlk yöntemde ise, yönetim ilkeleri yönünden tamamen kaynak sağlayıcılara (*originator*) bağlı robot şirketler olarak da ele alınan bu yapılar; kısıtlı sermayeye sahip, kimi zamanda bu varlıkları devralarak bunlar için gelirden doğan sukuk yatırımcılarına gelirden pay dağıtmada aracılık hizmeti de gören nitelikte (*servicer*) olarak karşımıza çıkmaktadırlar⁵⁵. Bu yapılar kurulduktan sonra, varlıkları devralmakta ve bunlar üzerinden ihraç yapılmaktadır.

SPV'lerin temel özelliği, sukuk ihracında sukuk konusu varlıkların devri ile ilk sahibi olan kuruluşun bilançosundan bu varlıkların ayrılması sonucu sukuk yatırımcılarının korunmasıdır. İkinci yöntemde SPV, bir şirket (*Funding Company* veya *Global Sukuk Company*) şeklinde örgütlenmiş olarak da ihraççı pozisyonundadır.

Kaynak kuruluş (*originator*), sukuk ihracına konu olacak varlıkları bu SPV'ye satar. Bu satış görünüşte bir satış değil, gerçek bir satıştır (*True Sale*)⁵⁶. Gerçek satış halinde, kaynak kuruluşun aciz haline düşmesi ya da iflası hiçbir şekilde menkul kıymet yani sukuk yatırımcılarını etkilemez⁵⁷. SPV'ye devir ile bu usul üzerinden ihraçta, ipoteğe dayalı menkul kıymetler (*Mortgage Pass-Through Securities*) gibi diğer sermaye piyasası araçlarının menkul kıymetleştirme usulünden pek bir fark olmayıp, aynı şekilde ayrıca hizmet veren kuruluş (*servicer*), güvence kuruluşları (*credit enhancement*), menkul kıymetleştirmeye dâhil olmaktadır.

SPV yoluyla menkul kıymetleştirmede, sukukun temeli olan yöntemde göre, SPV'ye devirde ve yatırımcılara satışta bazı farklılar meydana gelmektedir⁵⁸.

2.Türk Sermaye Piyasasında

Seri III No:43 sayılı tebliğin 3.maddesinin (m) bendinde, aracı kurumlar, bankalar ve kaynak kuruluşlar tarafından münhasıran kira sertifikası ihraç etmek üzere kurulmuş olan anonim şirket olarak tarif edilen VKŞ, bu tanımdan da anlaşılacağı üzere Türk sermaye piyasasında kira sertifikası ihraç edebilecek tek kurum olarak belirlenmiştir.

⁵⁵ Schoon, s.43.

⁵⁶ Gerçek Satış (*True Sale*); menkul kıymetleştirmeye yönelik olarak, finansal bir muamele sayılmayan, alacakların gerçek bir şekilde menkul kıymetleştirmeyi yapacak kuruluşa devreden muhaseben ve hukuki bir anlaşmadır. <http://www.vinodkothari.com/glossary/Truesale.htm> [21.06.2010].

⁵⁷ Mcmillen; Contractual, s.452.

⁵⁸ Bu konuda ayrıntılı bilgi için, bkz. Khaleq- Abdel/Richardson, s.228 vd.

Tebliğ VKŞ'lere ilişkin olmak üzere, kuruluşu, esas sözleşmesinin içeriği ve yönetimi ile birlikte kira sertifikalarının ihracından itfasına kadar, VKŞ'nin yapması gerekli hususları ele alarak düzenlenmiştir.

Buna göre Türk sermaye piyasasından tüzel kişiliği olan ancak varlıkları devir alarak onun üzerinden ihraç edilecek bir sistem meydana getirilmiş, tüzel kişiliği olmayan fon üzerinden satış yöntemi benimsenmemiştir.

Tebliğin 4.maddesine göre, "VKŞ, kaynak kuruluşlardan devraldığı varlıkları tekrar kaynak kuruluşa kiralamak suretiyle kira geliri elde etmek, söz konusu kira gelirlerine dayalı olarak kira sertifikası ihraç etmek ve kira süresi sonunda ilgili varlığı kaynak kuruluşa devretmek amacıyla kurucular tarafından kurulur. VKŞ aynı anda tek bir kaynak kuruluşa ait varlıkları devralabilir."

Bu hüküm sonucu, ihraççı olan VKŞ'nin kira sertifikasının temeli olan kendisine devredilen varlıkları sadece kiralama yöntemi ile ihraçta bulunabileceği, daha önce de değindiğimiz üzere diğer yöntemlerin uygulamayacağı kanısındayız. Zira diğer yöntemler olan dışındaki vadeli ödemeli satış (*Murabaha sukuk*), sınırlı ortaklık (*Mudaraba sukuk*) ve ortaklık (*Muşaraka sukuk*) yöntemlerinde, VKŞ'nin söz konusu varlığa ilişkin olmak üzere kiralama yapabilmesi mümkün olmayıp, sertifika konusu varlıkları satması ve buna ilişkin her bir yönetime dair ayrı sözleşmeler yapması gerekmektedir⁵⁹.

Mamafih tebliğin bu şekilde, sadece varlıkları kiralamak ve bunlardan elde edilecek gelirlerle dayalı kira sertifikası ihraç etme yönündeki sınırlamasını doğru bulmuyoruz. Kanımızca, VKŞ'lerin satın aldıkları varlıklar üzerinden kiralama yapmaksızın sınırlı ortaklık (*Mudaraba sukuk*) ve ortaklık (*Muşaraka sukuk*) yöntemleriyle de, kira sertifikası ihraç edebilmesinin sağlanması gerekmektedir. Vadeli ödemeli satış (*Murabaha sukuk*) yönteminin ise, gayrimenkullerle sınırlı olarak mümkün olabileceği düşünüyoruz. Ancak sadece tebliğin 4.maddesi hükmü değil, tebliğin 5.maddesinde yer alan VKŞ'lerin esas sözleşmesinde bulunması zorunlu hususlar kapsamında diğer yöntemlere dayalı kira sertifikası ihraç edilmesinin kabul edilmediği anlaşılmaktadır. Söz konusu hükmün (b) bendine göre, VKŞ'nin faaliyet konusu kendi nam ve kira sertifikası sahipleri hesabına her türlü varlığı devralmak, kiralamak, varlıklardan elde edilen gelirleri payları oranında kira sertifikası sahiplerine ödemek olarak sınırlanmaktadır. Ancak Türk sermaye piyasalarında ihraç edilebilecek olan

⁵⁹ Bunlar satış sözleşmesinin vadeli şekilde yapılması ilişkin şartlar ile sınırlı ortaklığın veya ortaklığın şartlarına ilişkin ek şartların yer alması durumlarıdır.

kira sertifikalarının yöntemleri bakımından ikincil piyasada alınıp satılabilme özellikleri vardır⁶⁰.

Ancak sermaye piyasasında kira sertifikası piyasasının gelişimi ile zamanla uluslararası sermaye piyasalarında ihraç edilen hibrid adı verilmiş birden fazla yöntemle varlık temelli olarak ihraç edilen sukuklara benzer sukukların da Türk sermaye piyasasında ihraç edilebileceğini böylece bahsettiğimiz diğer yönetmelerin de dolaylı olarak kira sertifikası ihracında kullanılabileceğini belirtmeliyiz.

A.VKŞ'nin Kuruluşu

Seri III, No:43 sayılı tebliğin 4.maddesinin ikinci fıkrasında, tebliğin 5.maddesinde yer alan şirketin esas sözleşmesinde yer alması zorunlu unsurlara ilişkin şartları taşıması gerektiği ve bunun SPK tarafından onaylanacağından bahsettikten sonra, bankaların VKŞ kurabilmesi için BDDK'nın görüşünün alınacağı kabul edilmiştir. Buna göre, bankaların VKŞ kurması bakımından, BDDK tarafından bankanın VKŞ kurmasına ilişkin uygun bulma görüşü ile SPK onayından sonra, kurulma imkânının olabileceğini söyleyebiliriz. Bu bankalar bakımından bir bakıma iki kurumdan da onay alınması zorunluluğu getirildiği anlamını taşımaktadır.

B.VKŞ'nin Esas Sözleşmesi

Seri III, No:43 sayılı tebliğin 5.maddesi VKŞ'lerin esas sözleşmesinde bulunması zorunlu unsurları ortaya koymuştur. Bu unsurlar esasen VKŞ'nin yapacağı faaliyet temel alınarak düzenlenmiştir.

İlk olarak VKŞ'nin kira sertifikası ihraç etmek için kurulacağı belirtildikten sonra, ihraç ettiği kira sertifikaları bakımından kendi nam ve kira sertifikası sahipleri hesabına her türlü varlığı devralmak, kiralamak, varlıklardan elde edilen gelirleri payları oranında kira sertifikası sahiplerine ödemek yükümlülüğünün bulunduğu ve kira sözleşmesinin sonunda, başlangıçta anlaşılan koşullarda kiraya konu varlığı kaynak kuruluşa devretmekle mükellef olduğunun esas sözleşmesinde yer alacağı öngörülmüştür.

Bu hususlar dışında başka herhangi bir ticari faaliyette bulunamayacağı da, aynı maddenin üçüncü fıkrasında yer almaktadır.

Bunun yanında söz konusu üçüncü fıkrada, kira sertifikası konu varlıklar ile ilgili olmak üzere VKŞ'nin; sahip olduğu varlıklar üzerinde üçüncü kişiler lehine hiç bir ayrı hak tesis edemeyeceği ve bunları, kira

⁶⁰ İslam hukukuna göre ihraç yöntemleri bakımından, hangi sukukların ikincil piyasada alınıp satılabileceği hangilerinin alınıp satılamayacağı açısından bkz. **Ayub**, s.408.

sözleşmesinden kaynaklanan tüm yükümlülüklerini yerine getiren kaynak kuruluş dışında başka bir kişiye devredemeyeceği konularında yasaklamalar da getirilmiştir. Bu üçüncü fıkradaki yasaklamalar, kira sertifikası sahiplerini koruyucu düzenlemeler olarak adlandırılabilir. Nitekim VKŞ tarafından bunların yapılabilmesi doğrudan kira sertifikalarının dayalı olduğu varlıklar üzerinde sertifika sahiplerinden başka kişilerin öncelikli olarak hak sahibi olmasına yol açacaktır. Bu bakımdan bu yasaklamaların öngörülmesi gereklidir.

Söz konusu maddenin 2.fikrasında, gayrimenkullerin VKŞ'ye devrinde, tapu sicilinde kaynak kuruluş lehine ön alım (şufa) hakkı tesis edilmesine ilişkin esas sözleşmede hüküm yer alması zorunlu tutulmuştur. Esasen bu hükmün bulunmasının ne kadar gerekli olduğu tartışılabilir. Zira daha önce de belirttiğimiz üzere, VKŞ'lerin hemen hemen tamamı kaynak kuruluşun kurduğu ve yönettiği bir şirket niteliğinde olacağından, kira sertifikalarının itfası sonrası, gayrimenkul varlıkların geri dönüşünde bir sorun yaşanmayacaktır. Ancak istisnai olarak karşılaşılsa da, kaynak kuruluşun sahibi olmadığı VKŞ'ler yönünden bu hususun konulmasının gerekli olduğu sonucuna varılabilir. Çünkü VKŞ'lerin esas sözleşmelerinde kabul edilmiş yasaklamalar sonucunda, herhangi bir gayrimenkulun VKŞ bilançosunda varlık olarak kalması sorunludur.

Hükmün dördüncü fıkrasına göre, kira sertifikalarının itfa edilmesine ilişkin hususlar esas sözleşmede düzenlenecektir. Kanımızca bu hüküm yanlıştır. Zira değişen sermaye piyasası koşulları, kira sertifikalarının ihracı sonucu bunların vadesi, dayanacağı varlıklara göre itfa şartları farklı olabilecektir. Bu bakımdan ihraççıları ihraç edeceği kira sertifikaları bakımından itfasını nasıl yapacağı bakımından serbest bırakmak ancak ihraç sırasında durumu izahnamede belirlemek yeterlidir. İzahnamede SPK onayı şart olduğundan, itfa durumunun SPK kontrolünde belirlenmesi zaten söz konusudur. Her ihraçta, belirttiğimiz durumlar dâhilinde itfa şartlarının değişmesi nedeniyle VKŞ'de genel kurul yaparak esas sözleşmenin değiştirilmesi, ihracı ve bürokrasi arttırmaktan başka bir sonuç vermez.

Maddenin son fıkrası olan beşinci fıkrasında da, kira sertifikası sahiplerine verilen taahhütlerin yerine getirilmemesi durumunda, kira sertifikasına konu varlık devredilerek elde edilecek kaynağın kira sertifikası sahiplerine payları oranında dağıtılacağına ilişkin esas sözleşmede hüküm yer alması zorunlu olduğundan bahsedilmiştir. Bu hükümde kira sertifikası sahiplerini koruyucu bir hükümdür. İhraç sonrası izahnamede belirtilen kira sertifikalarına ilişkin itfa sürecinin VKŞ tarafından herhangi bir sebeple yerine getirilememesi durumunda, varlık ya da varlıkların kaynak kuruluşu devri ve oradan elde edilecek satış gelirinin sertifika sahiplerine dağıtılması

esas kabul edilmiştir. Bu hüküm aynı zamanda VKŞ ile kaynak kuruluş arasında yapılacak satışın gerçek bir satış olması halini nizamlamaktadır.

Düşüncemize göre, VKŞ'lerin esas sözleşmesinde bulunması zorunlu unsurlardan biri olarak VKŞ'nin belli bir oranda esas sermayesinin belirlenmesi de gelmektedir. Ancak bu husus 5.maddede yer almamış olup, bu bir eksikliktir. Kira sertifikası sahiplerinin koruması bakımından, bu hususunda mutlaka yer alması gerektiğini söylemeliyiz⁶¹.

C.VKŞ'nin Yönetimi

Seri III, No:43 sayılı tebliğin 6.maddesinde VKŞ'nin yönetimine ilişkin bazı ilkeler belirlenmiştir.

Bu hükümlerden ilk fıkrada, VKŞ yönetim kurulunun, varlıklarını devralacağı kaynak kuruluş ile söz konusu varlıkların devralınması, kaynak kuruluşa kiralanması ve kira süresi sonunda kaynak kuruluşa devredilmesini içeren bir sözleşme imzalayacağından bahsetmektedir. Bun hükme göre, taraflar arasında imzalanacak sözleşme sadece varlıkların devrini içermemektedir. Esas sözleşmeye ilişkin tebliğin 5.maddesinin 2.fikrasiyle da uyumlu olarak, kaynak kuruluşa varlıklar üzerinde sağlanacak önalm hakkı tesisinin gerekçesiyle uyumlu bir şekilde sözleşmeye kira sertifikalarının itfası sonunda varlıkların tekrar kaynak kuruluşa devredilmesi de sözleşmeye yazılacaktır.

İlk fıkranın ikinci cümlesi, devre konu varlıklar üzerinde üçüncü kişiler lehine hiç bir ayni hak tesis edilmemiş olması gerektiğini belirtmektedir. Bununla varlıklar üzerinde kira sertifikası sahipleri dışında başka kişilerin bir hakkı olmaması amaçlanmıştır. Zaten kira sertifikası ihracının niteliği gereği bunun böyle olması zaruridir. Çünkü kira sertifikası, dayanak varlıklar üzerinde gelir hakkından ortaklık içerdiği için, kira sertifikası sahipleri dışında başka kişilerin bu varlıklar üzerindeki ayni hakkı, geliri doğrudan etkileyecek hatta hiç gelirin alınmaması sonucu doğuracaktır. Bu da kira sertifikasının amacına aykırıdır.

6.maddenin ikinci fıkrasında, VKŞ yönetim kurulunun, VKŞ namına ve kira sertifikası sahipleri hesabına varlıkları kiralamak ve devretmek suretiyle elde edilen gelirlerin kira sertifikası sahiplerine ödenmesinden sorumlu olduğu öngörülmüştür. Kanımızca söz konusu sorumluluk, VKŞ'ye karşı TTK m.336 anlamında bir sorumluluk olup, kira sertifikası sahiplerine karşı sınırsız ve müteselsil bir sorumluluk değildir. Fıkranın lafzından

⁶¹ Örneğin, sukuk ihracının yapıldığı Suudi Arabistan'da, VKŞ benzeri SPV'ler bakımından esas sermaye 500.000 Suudi Arabistan Riyali (1 SR = 3,75 USD) olarak belirlenmiştir, **Thomas/Cox/Kraty**, s.133.

sorumluluğun bu şekilde olduğuna dair bir anlam çıkıyorsa da, hiçbir şekilde böyle bir yorumlama olmayacağını söylemeliyiz. Esasen tebliğin bu ifadesi ile yönetim kurulu üyelerinin VKŞ'ye karşı, dolaylı olarak da kira sertifikası sahiplerine karşı sorumluluğu açıklanmak istenmiştir. Ancak burada kira sertifikalarının ödenmemesi halinde sertifika sahiplerinin yönetim kurulu üyelerine karşı dava açma hakkının olacağı, ancak sanki anonim şirket alacaklısı gibi, ortaya çıkacak sorumluluktan dolayı ödenecek tazminatın şirket lehine talep edilebileceğini söylemeliyiz.

Maddenin üçüncü fıkrası; kira sertifikası sahiplerine verilen taahhütlerin yerine getirilmemesi durumunda, VKŞ yönetim kurulu tarafından, kira sertifikasına konu varlığın devredilerek elde edilen gelirin kira sertifikası sahiplerine payları oranında dağıtılacağını kabul etmiştir. Bu tebliğin 5.maddesinde VKŞ'nin esas sözleşmesinde yer olan hususun, şirketi idare ve temsil yetkisine sahip olan yönetim kurulu tarafından yerine getirilmesinin ortaya konulmasından başka bir şey olmayıp, tebliğde yer alması bile, TTK hükümleri çerçevesinde doğal olarak uygulanması gereken bir durumdur.

Son fıkrada ise, VKŞ'nin yönetimine ilişkin giderler esas sözleşmede belirlenir ve izahnamede veya nitelikli yatırımcılara yapılacak duyurularda kamuya açıklanır demekle, kira sertifikalarının ihracı sırasında daha sonra sertifikalara yönelik gelir dağıtımı sırasında bunların gelirden ayrılarak, kalan kısmın dağıtılmasının hukuki alt yapısı gösterilmiştir. Esas sözleşmede ve izahnamede giderlerin neler olarak belirtilmesi yeterli olup, miktar olarak belirtilmesi söz konusu değildir. Ancak, VKŞ'nin amaç ve yapacağı işlemlere uymayan, ya da normal olandan aşırı yüksek olan giderler, hukuki değildir. Böyle bir durumda SPK'nın izahnameyi onaylamaması mümkün olup, bu söz konusu olsa bile her bir sertifika sahibinin SPK'ya bu konuda başvurma ya da hukuki olmayan bu giderlerin kesilmesini engelleme bakımından dava açma haklarının var olduğunu söylemeliyiz.

IV.Kira Sertifikası (Sukuk) Çeşitleri

Kira sertifikalarının Türk sermaye piyasasında hangi yöntemler esas alınarak ihraç edilebileceğini ve uluslararası sermaye piyasalarında da sukukun ne gibi yöntemlerle ihraç edildiğinden bahsetmiştik.

Bunun yanında sukukun dayandığı varlık çeşitlerinin uygun olarak sınıflandırılması ve sınıflara dayalı olarak ihraç yapılabildiğini belirtmeliyiz. İşte bu sınıflandırma ve sınıflara dayalı olarak sukuk ihracı esas alınarak, sukuk çeşitleri ortaya çıkmıştır. Bu açıdan sukuk çeşitleri belli başlı olarak şu şekilde ortaya konulabilir.

1. Saf İcara Sukuk

Bu sukuk türünde, adı üstünde sadece kiralama yöntemi esas alınarak bir gayrimenkul ya da menkulun kiralanması sonucu, bu varlıklar üzerinden sukuk ihracı söz konusu olmaktadır. Bu sukuk türünde kiralama oranı üzerinden sertifikalara gelir dönüşleri sabitlenmiş, belirli bir kaynak kuruluşu bağılı olarak finansman sağlanmaktadır⁶².

2. Hibrid Sukuk

Hibrid sukukun en önemli özelliği, çeşitli yöntemlerden gelen gelirlerin havuzlanarak⁶³ bu havuza dayalı olarak sukuk ihraç edilmesidir. Havuzdaki sukukların dayalı oldukları varlıklar İstisna, Murabaha ve İcara ve diğer sukuk yönetimlerinden bir kaçını içinde barındırabilir. Genellikle büyük ihraçlar için bu yöntemin tercih edildiği ve aynı zamanda İslam hukukuna göre ikincil piyasada alınıp satılması mümkün olmayan Selem, Murabaha sukuk yöntemiyle ihraç edilmiş sukukların bu sayede alınıp satılabilir hale gelmesi amacıyla bu yöntemle başvurulduğu görülmektedir⁶⁴. Ancak bu sukuklarda havuzdaki kaynakların %51'nin İcara yöntemi olması şarttır⁶⁵. Bu sukuklarda gelir geri dönüşleri önceden hesaplanmış sabit bir oran üzerinde yapılmaktadır.

İlk hibrid sukuk İslami Kalkınma Bankası tarafından ihraç edilmiş ve içeriği %68 İcara sukuk, % 30,73 murabaha ve %3,4 istisna sukuk şeklindeydi.

3. Değişken Oranlı İtfa Edilebilir Sukuk

Değişken oranlı itfa edilebilir sukukta iki temel sukuk ihraç yöntemi üzerinden sukuk ihracı gerçekleştirilmekte, yani ihraçının bilançosunda sadece belirlenmiş bu iki yöntemle ihraç yapılmaktadır. İhraç edilen sertifikaların gelirleri esasında ihraççı firmanın gelirinden pay alma esastır ve ihraççının bilançosuna bağılı olarak gelirdeki dalgalanma, sertifikalara aktarılan gelirin farklı olmasına yol açmaktadır. Bu anlamda, sertifikalarının

⁶² **Tariq Arsalan Ali**; Managing Financial Risks of Sukuk Structures, September 2004, www.sbp.org.pk/departments/ibd/sukuk-risks.pdf [29.06.2010].

⁶³ Genel anlamda menkul kıymetleştirme için kullanılan havuzlama (*Pooling*) kavramı; bir finansal kuruluşun, birden çok işletmenin varlıklarına dayalı olarak onların kendisine devrettiği varlıkları harmanlayarak menkul kıymet ihraç etmesi olarak belirtilmektedir. **Poroy Reha /Tekinalp Ünal/Çamoğlu Ersin**; Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 11.Bası, İstanbul 2009, s.647.

⁶⁴ **Küçükçolak**, s.36,

⁶⁵ **Küçükçolak**, s.36, **Tariq**, s.21.

dayanağı ihraççının geliridir ve ortaklığa dayalı bir ihraç yapılmaktadır. Bu ihraç edilen sukuklara, Muşakkara şartlı sertifikalar denilmektedir⁶⁶.

4. Sıfır Kuponlu Sukuk

İslam hukukuna göre, ikincil piyasada satılması mümkün olmayan bir yöntemle ihraç edilen sukuklarda, ihraççının bilançosunda yer alan bu varlık havuzunun, istisna veya satım sözleşmesi usulüyle gelirinin taahhüt edilmesi sonucu, havuzun borç verme sözleşmesi konusu olması ve bunun üzerinden sukuk ihraç edilmesidir. Bir bakıma türev sukuk ihracı olarak da adlandırılabilir.

5.Hisse Senediyle Değiştirilebilir Sukuk

İhraççı tarafından sukukun önceden belirlenmiş değişim fiyatından ihraççının hisse senetleriyle değiştirebilme imkânını vermektedir. Sukuk ihraççısı böyle bir opsiyon hakkını sukuk sahiplerine tanımaktadır⁶⁷. Söz konusu hak bir opsiyon hakkı olduğundan, sukuk sahibi bunun yerine dönemsel gelir elde etme yönünde verilmiş asıl hakkını isteyebilir.

6.Hisse Senedine Dönüştürülebilir Sukuk

Bu tip sukukun, hisse senedi ile değiştirilebilir sukuktan temel farkı, dönüştürülebilecek hisse senetlerinin, ihraççının hisse senedi olmak yerine, önceden bilinen bir başka şirketin hisse senetleriyle değiştirilebilir olmasıdır. Bu söz konusu şirket genellikle ihraççının bir iştiraki ya da SPV tarafından yapılan ihraçlarda kaynak kuruluşun hisseleridir.

Bazen de sukuka ilişkin varlıkları devreden kaynak kuruluşun portföyünde bulunan hisse senetlerinin elden çıkartılması için bu tip sukuk ihracının yapıldığı görülmektedir⁶⁸.

V.Kira Sertifikasının Özellikleri

1. Varlık Temelli Bir Menkul Kıymetleştirmedir

Menkul kıymetleştirme, bir işletmenin bilançosunda yer alan ve likit olmayan alacakların benzer nitelikte olanlarını bir araya toplayarak, kendisinin ya da bu amaç doğrultusunda kurulmuş bir yapı (SPV) vasıtasıyla sermaye piyasalarında menkul kıymet ihraç edilmesi ve var olan alacakların da geri ödemeleriyle finanse edilmesi⁶⁹ olarak tanımlanabilir.

⁶⁶ Tariq, s.21.

⁶⁷ Küçükçolak, s.36.

⁶⁸ Küçükçolak, s.37.

⁶⁹ Kendall Leon T./Fishmann Michael J; A Primer on Securitization, The MIT, London 1996,s.2.

Burada genellikle kredi veren kurum menkul kıymetleştirmeyi yapmakta ve faizli alacaklar üstünde bu menkul kıymetleştirme yapılmaktadır. Bu sebeple bu menkul kıymetleştirmeye alacak olarak bilançoda duran varlığa dayalı menkul kıymetleştirme (*asset-backed securitisation*) denilmektedir.

Ancak sukuk ya da Türkçe'ye geçen adıyla kira sertifikasında, faizli alacaklar esas alınarak bir menkul kıymetleştirme daha önce de değindiğimiz üzere söz konusu olamaz. Bu nedenle sukuk varlığa dayalı bir menkul kıymetleştirme değil, varlık temelli bir menkul kıymetleştirmedir (*asset based securitisation*)⁷⁰. Çünkü sukuk dayanağını bir menkul veya gayrimenkul, bir hizmet ya da üçüncü kişiler tarafından onaylanmış bir proje ile bazı şekillerde de kayıt altına alınmış bir mülkiyet hakkından alır. Bahsettiğimiz ve kısaca varlık diyebileceğimiz bu dayanağın fiyatının değişmesi veya satışı direkt olarak sukuk sahiplerini etkiler⁷¹. Zira sukuk sözleşmeye dayalı olarak bir varlığın satın alınması, kiralanması, eser sözleşmesine bağlı olarak yapılması yöntemleri üzerinden bir ortaklık hakkını bahsetmektedir. Sukuk sahibi olmakla kazanılan, o varlık üzerinde ya da varlıktan elde edilecek gelir üzerinde diğer sukuk sahipleriyle birlikte müşterek hissedarlıktır.

Kira sertifikalarının varlık temelli olmasının sonucu, aynı zamanda öncede tahmin edilebilir geri dönüş geliri olacak olan muameleler temelli olduğu şeklinde de ifade edilebilir⁷². Varlığa dayalı, yani alacak esaslı olması halinde, bunların geri dönüşü tahmin edilebilir olmakta, ancak kira sertifikaları kadar net olmamaktadır. Yani varlığa dayalı menkul kıymetlerde geri dönüş riski daha yüksektir.

2. Tarafların Karşılıklı Edimleri Bir Para Borcudur

Hem kira sertifikasının ihraççısının hem de kira sertifikasını satın alan yatırımcılar birbirlerine karşı edimleri bir para borcu olup, ihraççı hiçbir zaman varant gibi sermaye piyasası araçları ya da türev ürün olarak nitelendirilen opsiyon veya future sözleşmelerdeki gibi bir varlığın kaydi teslimi edimiyle borçlu olamaz. Her ne kadar bu sermaye piyasası araçlarında çoğunlukla nakit uzlaşması yoluyla para olarak ihraççının edimini

⁷⁰ El-Gamal A. Mahmoud; Islamic Law And Finance "Interest" And The Paradox Of Contemporary Islamic Law And Finance, Fourteenth Annual Philip D. Reed Memorial Issue, Fordham International Law Journal, December, 2003, Volume 27, No:108, s.133, Godlewski/Aris/Weill, s.5

⁷¹ Godlewski/Aris/Weill, s.5.

⁷² Schoon, s.47.

yerine getirmesi söz konusu olsa da, kira sertifikası bakımından bir nakit uzlaşısı durumunun da söz konusu olmadığını söylemeliyiz.

Kira sertifikasında yatırımcı, sertifikanın belirlenmiş itibari değerini ödeme borcu altında olup, bu itibari değer ihraçtan önce sertifika ihraççısı tarafından belirlenmiş ve izahnamede gösterilmiş olmalıdır. Buna karşılık ihraççı, sertifikanın dayanağı olan varlıkların gelirlerinde, izahnamede belirlenmiş dönemlerde sukuk yatırımcısına ödeme ve vadesi geldiğinde de anaparayı itfa etme yükümlülüğü altındadır.

3. İfa zamanı İleri Bir Tarihe Bırakılmıştır

Kira sertifikası, ihraç edildiğinde, sertifika sahibi kendisine düşen edim olan sertifikanın üstünde yazan ya da izahnamede belirtilmiş itibari değerini ödeme borcunu ifa eder. Buna karşılık ihraççının ifa zamanı, kira sertifikasında öngörülen vadeye kadar, belli dönemler içinde varlıklardan elde edilen geliri ödeme ve sertifikanın vadesi sonunda ödenmiş itibari değeri itfa etmektir.

Seri III, No:43 sayılı tebliğin 7.maddesinin üçüncü fıkrasında, “Kira sertifikası sahiplerine yapılacak ödemelerin vadeleri yönetim kurulu tarafından belirlenir ve buna ilişkin bilgilere izahnamede veya nitelikli yatırımcılara yapılacak duyurularda yer verilir” denilerek vade belirleme hususunun VKŞ tarafından serbestçe kararlaştırılabileceğini, bu yönde tebliğle bir sınırlama getirilmediği ortaya koymuştur. Gerçekten de kira sertifikalarının gelir ödeme ve itfa vadeleri piyasa tarafından arz talep ilişkisine göre belirlenmeli, buna bir sınırlama getirilmemelidir⁷³. Bu bakımdan söz konusu hüküm uygun niteliktedir.

4. Kira Sertifikaları Tamamen İtfa Edilene Kadar Yeni İhraç Yapılamaz

Seri III, No:43 sayılı tebliğin 7.maddesinin dördüncü fıkrasına göre, VKŞ aynı anda tek bir tertip kira sertifikası ihraç edebilir. Tedavüldeki kira sertifikaları itfa edilmeden yeni bir kira sertifikası ihracı yapılamaz. Bir yöntemle dayalı olarak ihraç edilen tertip kira sertifikaları sadece bir tertip kira sertifikasına konu olabilirler. VKŞ, hüküm uyarınca sadece bu yöntem ile çıkardığı kira sertifikalarının belirlenmiş vadesine kadar, bununla ilgili varlıklardan gelen gelir dönüşlerinin ödenmesi, varlıkların getirilerinin toplanması gibi işlemlerle uğraşabilecek, başka varlıklar üzerinde başka tertip kira sertifikası ihraç edemeyecektir. Bu aynı zamanda başka tertip kira

⁷³ Örneğin, SPK'nın varantlara ilişkin Seri III No:36 ve Seri III No:37 sayılı tebliğlerinde, varantlar bakımından vadelerinin iki aydan az ve beş yıldan çok olamayacağı öngörülerek, varantlara vade bakımından bir sınırlama getirilmiştir.

sertifikası ihracı için, başka varlıkların kaynak kuruluş tarafından VKŞ'ye devredilememesi anlamını da taşımaktadır.

Bununla birlikte uluslararası piyasada aynı anda birden fazla tertipte sukuk ihracı mümkün kılınmıştır. Özellikle Malezya'da farklı tertiplerde ve farklı varlıklara dayalı sukuk ihracı yaygındır⁷⁴. Kanımızca da belli kıstaslar içinde VKŞ'lere farklı varlık temelli olmak üzere birden fazla tertipte sukuk ihracı yapmak imkânı verilmeliydi. Ancak SPK bunun yerine VKŞ'lerin bu konuyu suistimal ederek, gelir ödemelerinde problemler yaşayacağı düşüncesi ile bu duruma izin vermemiştir.

VI. Sonuç

Seri III, No:43 sayılı tebliğin yayınlanmasıyla hukukumuzda giren kira sertifikaları, aslında yaklaşık on, onbeş yıllık bir geçmişi olan İslam hukuk kaidelerini uygulayan ülkelerde İslam hukuk prensiplerine göre, sermaye piyasasında menkul kıymetleştirilen sukuktur. Kira sertifikası olarak adlandırdığımız sukuk, ihraççının maddi varlıkları üzerinde bölünemeyen ve alacak hakkı olarak nitelendirilemeyen, bir mülkiyet hakkındaki ortaklığı ve gelir üzerindeki hissedarlığı temsil eden sertifikalar olup, kısaca varlık temelli bir yatırım sertifikası olarak belirtilebilir.

Hukuki nitelikçe bir ortaklık hakkını temsil eden bu menkul kıymetler, bazı ticari muameleler üzerinden menkul kıymetleştirme konusu olmakla beraber, Seri III, No:43 sayılı tebliğ, adı üzerinde bu menkul kıymetlerin gelir üzerinden pay alma hakkı esaslı olarak sadece belli muameleler esas alınarak menkul kıymetleştirilmesini kabul etmiş durumdadır. Bu muameleler ise, İslam hukukunda kiralama (*İcara*) ve sipariş üzerine üretim sözleşmesi (*İstisna*) yöntemleridir. Buna karşılık uluslararası sermaye piyasalarında sukukun menkul kıymetleştirilmesi yöntemleri olan vadeli ödemeli satış (*Murabaha sukuk*), sınırlı ortaklık (*Mudaraba sukuk*) ve ortaklık (*Muşaraka sukuk*) ile Türk sermaye piyasasında kira sertifikası ihraç edilemez.

Kira sertifikaları SerPK m.3 (b) kapsamında ortaklık hakkı vermesi dışında bir menkul kıymette bulunması gerekli diğer bütün unsurları taşıdığı gibi, yine aynı hükme göre bir kıymetli evrak kabul edilecektir.

Kira sertifikasının ihraççısı Seri III, No:43 sayılı tebliğe göre, anonim şirket vasfını haiz sadece kira sertifikası ihraç etme ile görevlendirilecek, esas sözleşmesinde de bu yönde hüküm bulunması zorunlu olan varlık kiralama şirketleri (VKŞ) olmak zorundadır. Uluslararası sermaye piyasalarında sukuk ihracı bakımından SPV adı verilen ve tüzel kişiliği olan

⁷⁴ Bu konuda **Tariq**, s.35 vd.

ya da olmayan fon benzeri yapılardan da ihraç imkânı sağlamış olup, bizim sermaye piyasamız açısından bunun mutlaka tüzel kişiliği olan bir yapı olması zorunluluğu öngörülmüştür. Ancak söz konusu şirketin, büyük oranda kaynak kuruluş, yani kira sertifikalarının dayalı olduğu ihraç konusu varlıkları sağlayan kuruluşu büyük oranda sahibi olduğu ya da kontrol ettiği bir nitelik arz edecektir. Her iki yöntemde de kaynak kuruluş dışında bir tüzel kişiliği olan ya da olmayan yapıdan ihracın nedeni menkul kıymetleştirme yöntemi bakımından zorunluluk ve varlıkların kaynak kuruluşun bilançosundan çıkarılma ihtiyacıdır.

Seri III, No:43 sayılı tebliğ ile VKŞ ile ilgili pek çok düzenleme getirilmiş olmakla beraber, bunların VKŞ'nin sermayesinin belirlenmemiş olması gibi bazı eksiklikleri içerdikleri görülmektedir. Ancak bu eksiklikler sanırım uygulama sırasında anlaşılacak ve düzenlenecektir.

Kira sertifikaları uluslararası sermaye piyasalarında gelişme evresi içinde pek çok çeşidinin ihracı mümkün olmuş olup, bu çeşitleri menkul kıymetleştirme yöntemleri nedeniyle değil, sukukun dayandığı varlık çeşitlerinin uygun olarak sınıflandırılması ve sınıflara dayalı olarak ihraç yapılmasındandır. Türk sermaye piyasaları açısından, bu çeşitlenmenin zamanla gerçekleşeceğini ve özellikle hibrid adı verilen sukukun ihracının mümkün olmasıyla, tebliğ açısından mümkün olmamakla birlikte, diğer yöntemlerinde menkul kıymetleştirmede ele alınarak kira sertifikası ihracının mümkün olabileceğini söyleyebiliriz.

Kira sertifikasının en önemli özellikleri ise, varlığa dayalı bir menkul kıymet değil varlık temelli bir menkul kıymet olması, özellikle ortaklık hakkı sağlayan hisse senedi, KZOB benzeri pek çok sermaye piyasası aracı gibi tarafların edimlerinin bir para borcu içermesi, vadeye bağlı olarak ihraççının ediminin ileri bir tarihe bırakılmış olması ama hazine bonusu gibi, belli dönemler içinde getiri ifasının yapılması olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bunun yanında, VKŞ'ler bakımından getirilen bir sınırlama ile, bir yöntemle bağlı olarak ihraç edilen kira sertifikalarının tamamen itfa edilmeden, yani getiri ödemeleri dışında vadesinin gelmesiyle ana para ödemesi yapılmadan, başka tertiplerde kira sertifikası çıkarılmasının yasaklanmasıdır. Bu yasaklama, kanımızca kira sertifikası ihraç edecek VKŞ'lerin durumu suistimal ederek, gelir geri dönüşlerini ödememeleri ile sonuçlanacak durumlar meydana getireceği öngörülerek kabul edilmiştir. Bununla birlikte uluslar arası sermaye piyasalarında aynı ihraççının birden fazla tertipte ve farklı varlıklara dayalı sukuk ihraç etme imkânı var olup, bunun bazı şartlar konularak aynı şekilde VKŞ'ler içinde tanınabilmesi mümkündür.

Sonuçta bazı eksiklikleri olsa da, global sermayenin yurt içine çekilebilmesi amacıyla belli kurallara tabi bir menkul kıymetleştirmenin önü Türk sermaye piyasaları açısından da açılmış olmaktadır. Bunun yanında sermaye piyasasına bazı endişelerle gelmek istemeyen yatırımcıların bu endişelerini giderici nitelikte bir sermaye piyasası aracı Türkiye’de alınıp satılabilir hale gelmektedir. Böylelikle bu yeni menkul kıymet hem sermaye piyasasının derinleşmesine hem de sermaye piyasasına inançları nedeniyle yatırım yapmak istemeyenlerin, endişelerini ortadan kaldırır bir nitelik arz etmesi nedeniyle önemlidir.

KAYNAKÇA

Agna Oliver; Islamic Finance in the Gulf: A Practioner's Perspective, Berkellely J.Of Middleeastern & Islamic Law, V.1 No:1, 2008. **(2008)**

Agna Oliver; Islamic Finance: Principle Before Profit, Berkellely J.Of Middleeastern & Islamic Law, V.2 No:1, 2009. **(2009)**

Aytaç Zühtü; Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara 1988.

Ayub Muhammed; Understanding Islamic Finance, England 2007.

Destanoğlu Yıldız B. ; Yatırım Fonu Katılma Belgeleri, Ankara 2004.

El-Gamal Mahmoud A; Islamic Finance :law, economics, and practice, Cambridge Univercity Press, New York, 2006.

El-Gamal A. Mahmoud; Islamic Law And Finance "Interest" And The Paradox Of Contemporary Islamic Law And Finance, Fourteenth Annual Philip D. Reed Memorial Issue, Fordham International Law Journal, December, 2003, Volume 27, No:108.

Godlewski J. Cristophe/Aris-Turk Rima/Weill Laurent; Are Sukuk Really Special? Evidence From The Malesian Stock Exchange, 3 March 2010, European Research Group "Money, Banking & Finance" Financial and Monetary European Integration Group Workshop on Islamic Finance in Strasbourg, 17 March 2010.

Hassan Kabir M./ Lewis K. Mervyn; Handbook of Islamic Banking, Cheltenham 2007.

<http://www.vinodkothari.com/glossary/Truesale.htm> [21.06.2010].

Kendall Leon T./Fishmann Michael J; A Primer on Securitization, The MIT, London 1996.

Khaleq- Abdel H. Ayman/Richardson F. Christopher; New Horizons for Islamic Securities : Emerging Trends in Sukuk Offerings, Chicago Journal of International Law, V.7 No:2, 2006-2007.

Küçükçolak Necla; Faizsiz Finansman Sertifikası Sukuk'un Türk Sermaye Piyasası Açısından Değerlendirilmesi, Finans Politik & Ekonomik Yorumlar, C.45, S.520, İstanbul 2008.

Mcmillen T. J.Michael;Asset Securitisation Sukuk And Islamic Capital Markets : Structural Issues In This Fortmative Years, Wisconsin International Law Journal, Volume 25 No:4, 2007-2008. **(Asset Securitisation)**

McMillen T. J. Michael; Contractual Enforceability Issues: Sukuk And Capital Market Development, Chicago Journal of International Law, V.7 No:2, Winter 2007. (Contractual)

Nathif J. Adam/Abdulkader Thomas;Islamic Bonds: Your Guide To Issuing, Structuring And Investing In Sukuk, UK 2004.

Öztan Fırat; Kıymetli Evrak Hukuku, 2. Bası, Ankara 1997.

Poroy Reha /Tekinalp Ünal/Çamoğlu Ersin; Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 11.Bası, İstanbul 2009.

Schoon Natalie; Islamic Banking and Finance, London 2009.

Tariq Arsalan Ali; Managing Financial Risks of Sukuk Structures, September 2004, [www. sbp.org.pk/ departments/ibd/sukuk-risks.pdf](http://www.sbp.org.pk/departments/ibd/sukuk-risks.pdf) [29.06.2010].

Tekinalp Ünal; Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982.

Thomas S. Abdulkader/Cox Stella/Kraty Bryan;Structuring Islamic Finance Transactions, London, 2005.

Turanboy Asuman; Varakasız Kıymetli Evrak, Ankara 1998.

UK Welcomes the Sukuk, International Finance Law Review, V.26 May 2007.

Wilson Rodney; Innovation in the structuring of Islamic Sukuk securities, Lebanese American University, 2nd Banking and Finance International Conference, Islamic Banking and Finance, Beirut, 23rd – 24th February 2006.