

İCARE SUKUK SERTİFİKALARININ ÖRNEK OLAY ÜZERİNDEN DEĞERLENDİRİLMESİ: NAKHEEL SUKUK ÖRNEK OLAYI

Kamola BAYRAM^a

KTO Karatay Üniversitesi, Türkiye

Muhammed Furkan ULAŞ^b

KTO Karatay Üniversitesi, Türkiye

MAKALE BİLGİSİ

Makale Geçmişi:

Başvuru: 15 Nisan 2021

Kabul :26 Ağustos 2021

Makale Türü:

Araştırma Makalesi

JEL Sınıflandırma:

G1

G15

Anahtar Kavramlar:

Kira Sertifikaları, İcare Sukuk,
Nakheel Sukuk,
Sukukun Temerrüde
Düşmesi

ÖZ

Sukuk İslami sermaye piyasasının en hızlı büyüyen segmentlerinden biridir. İslami finans perspektifinden bakıldığında, en basit şekliyle *sukuk*, sahibine *sukuk*'un temel varlıklarında orantılı bir mülkiyet payına veya *sukuk*'un temel varlıklarında veya bir iş girişiminde mülkiyete sahip olma hakkı veren "yatırım sertifikaları" anlamına gelir.

Sukuk genel olarak; temelini oluşturan şer'i akitler (sözleşmeler), teknik ve ticari özellikleri ve dayanak varlıkların niteliğine göre sınıflandırılır. Kiraya dayalı sukuk (*icare sukuk*), en baskın ve yaygın olarak kullanılan yapılardan biridir. Kiralamaya dayalı *sukuk*, satış ve geri kiralama ile kiralama ve geri kiralama olmak üzere iki ana kategoriye ayrılır. Satış ve geri kiralama *icare sukuku* ayrıca, *sukuk ijarah muntahiyah bi al-tamlık* (mülkiyet devri ile biten kiralama) ve *sukuk ijarah mawsufah fi al-dhimmah* (vadeli kiralama) olmak üzere iki ana yapıya bölünür. Bu çalışma, *sukuk ijarah muntahiyah bi al-tamlık* adresinde *icare sukukunun* genel çerçevesine, tanımına, özelliklerine ve önemine ışık tutmakta ve Dubai'de ihraç edilen ve şu ana kadar dünyada gerçekleştirilen en kapsamlı icare sukuk ihracı olarak bilinen Nakheel Sukuk davasını incelemektedir.

<https://doi.org/10.54863/jief.916579>

^a **Sorumlu Yazar:** Dr. Öğretim Üyesi, KTO Karatay Üniversitesi, E-posta: kamolaiium@gmail.com, <https://orcid.org/0000-0003-2765-5552>

^b Yüksek Lisans Öğrencisi, KTO Karatay Üniversitesi, E-posta: furknuls8@gmail.com, <https://orcid.org/0000-0003-1034-1434>

Kaynak göster: Bayram, K. ve Ulaş, M.F. (2021). İcare Sukuk Sertifikalarının Örnek Olay Üzerinden Değerlendirilmesi: Nakheel Sukuk Örnek Olayı. *İslam Ekonomisi ve Finansı Dergisi*, 7(2), 229-254, <https://doi.org/10.54863/jief.916579>.

© IZU Uluslararası İslam Ekonomi ve Finansı Araştırma ve Uygulama Merkezi. Tüm Hakları Saklıdır.

EVALUATION OF SUKUK IJARAH CONTRACTS: CASE OF NAKHEEL SUKUK

Kamola BAYRAM^a

KTO Karatay University, Turkey

Muhammed Furkan ULAŞ^b

KTO Karatay University, Turkey

ARTICLE INFO

Article history:

Received: 15 April 2021

Accepted: 26 August 2021

Article Type:

Research Article

JEL Classification:

G1

G15

Keywords:

Sukuk,

Sukuk Ijarah,

Nakheel Sukuk,

Sukuk Default

ABSTRACT

Sukuk is one of the fastest growing segments of the Islamic capital market. From an Islamic finance perspective, *sukuk* in its simplest form refers to "certificates of investment" that entitle the holder to a proportionate ownership interest in the key assets of the *sukuk* or in a business venture. *Sukuk* in general are Shariah contracts, which are classified according to their technical and commercial characteristics, and the nature of the underlying assets. Lease based *sukuk* or *Sukuk ijarah* is one of the most dominant and widely used structures in *sukuk* market. Lease-based *sukuk* is divided into two main categories: sale and leaseback, and lease and leaseback. Sale and leaseback is further divided into two main structures: *sukuk ijarah muntahiyah bi al-tamlik* (lease ending with transfer of ownership) and *sukuk ijarah mawsufah fi al-dhimmah* (term lease). This study sheds light on the general framework, definition, characteristics and importance of *sukuk ijarah muntahiyah bi al-tamlik* and examines the case of Nakheel Sukuk, which is known as the most comprehensive *sukuk ijarah* issuance in the world so far.

<https://doi.org/tr/10.54863/jief.916579>

^a **Corresponding Author:** Assist. Professor, KTO Karatay University, E-mail: : kamolaiium@gmail.com, <https://orcid.org/0000-0003-2765-5552>

^b Master Student, KTO Karatay University, E-mail: furknuls8@gmail.com, <https://orcid.org/0000-0003-1034-1434>

To cite this article: Bayram, K. and Ulaş, M.F. (2021). Evaluation of Sukuk Ijarah Contracts: Case of Nakheel Sukuk. *Journal of Islamic Economics and Finance*, 7(2), 229-254, <https://doi.org/tr/10.54863/jief.916579>.

GİRİŞ

Sukuk, büyük ölçekli finansman arayan hükümetler ve şirketlerin ihtiyaçlarına uygun İslami sermaye piyasası aracını temsil eder. Bununla birlikte *sukuk*, İslami bankalara, tekaful şirketlerine ve İslami finans hizmetleri sunan diğer kurumlara, fazla likiditeyi uzun vadeli işlemlere yatırmak için uygun bir araç oluşturur. *Sukuk*'un tanımı; dilbilim, fıkıh ve İslami finans olmak üzere üç farklı açıdan incelenebilir. Dilbilimsel açıdan bakıldığında, *sakk* terimi Farsça kökenli olup 'iki şeyin yüksek etkiyle birbirine çarpması' anlamına gelmektedir. Ayrıca Arap edebiyatında *sakk*'ın anlamının 'vurmak' daha doğrusu 'bir belgeye mühür vurmak' anlamındaki 'vurmak' olduğunu belirtilmiştir (Adam ve Smith, 2004).

Konvansiyonel tahvillerin aksine, *sukuk*'un yapılandırılması faizsiz finans ilkeleri ile uyumlu temel varlıkları ve yapılarının İslam hukukuna bağlılığını gerektirir. Bu nedenle özü, varlıklardan elde edilmesi beklenen nakit akışlarını *sukuk* ihraç etme sürecinde yatırımcılara getiriye dönüştürmek için genellikle menkul kıymetleştirme olarak bilinen varlıktan para kazanma kavramında yatmaktadır. Menkul kıymetleştirme böylelikle likit olmayan varlıkların finansal menkul kıymetlere dönüştürülmesini, kupürler halinde ihraç edilmesini ve kıymetli / satılabilir olmasını sağlayarak onları yatırımcılar için daha çekici hale getirir. Bu şekilde, finansmanı tek bir finansörden temin etmek yerine, daha küçük miktarlarda sertifika verilmesi, daha büyük bir yatırımcı havuzunun finansman sağlamasına olanak tanır. Uluslararası piyasalarda ve yabancı para birimlerinde *sukuk* ihraç edilmesi, yabancı yatırımcılar da dahil olmak üzere daha geniş bir yatırımcı tabanını çekebilir (ISRA, 2017).

Bu nedenle, genel olarak, *sukuk*, varlığa dayalı menkul kıymetlere 'teorik olarak benzer', ancak geleneksel varlığa dayalı menkul kıymetler altında, temel varlıklar sadece faize dayalı ipoteklerden, kredi kartlarından ve diğer kredilerden gelen parasal alacaklardır. Konvansiyonel borcun satışı şeri kurallar kapsamında kabul edilemez, dolayısıyla geleneksel varlığa dayalı menkul kıymetler İslami olarak kabul edilemez hale gelir.

Sukuk, İslami sermaye piyasalarının önemli aracı haline gelmiş bulunmaktadır ve giderek daha fazla sayıda ülke, *sukuk* ihraçlarını kolaylaştırmak için destekleyici önlemler almaktadır. Bu önlemlerden bazıları, diğerlerinin yanı sıra, yasal ve düzenleyici altyapıyı *sukuk* ihraçlarını teşvik edecek şekilde uyarlamayı, şer'i kurallar çerçevesinde iyileştirmeyi, iyi işleyen bir takas ve ödeme sisteminin kurulmasını ve özel vergi teşviklerinin sağlanmasını içerir. Bu önlemler hem

yatırımcıları hem de ihraççıları sukuk piyasasına girmeye motive etme eğilimindedir.

Sukuk, ana akım sermaye piyasasının iç bir parçası haline gelmiş olup ülke ekonomisinin gelişimini finanse etmek için giderek daha önemli sermaye kaynağı oluşturmaktadır. Alternatif bir finansal araç olan *sukuk*, İslami finans kurumları (İFK) için de önemli likidite yönetimi aracı haline gelmiştir. *Sukuk*, İslami sermaye piyasasının en önemli direğini oluşturmaktadır. Teknik özelliklerine göre *sukuk* farklı şekillerde sınıflandırılabilir önemli bir sınıflandırma temeldeki şer'i akitlere dayanır. Bu açıdan *sukuk*; satış temelli, kira temelli, ortaklık temelli ve ajans temelli olmak üzere dört ana kategoriye ayrılır. Günümüzde, piyasaya hâkim olan *sukuk* türü satışa dayalı olandır (ISRA, 2017).

Kiraya dayalı *sukuk* (*icare sukuk*), hem yurtiçi hem de uluslararası ihraçlar için en baskın ve yaygın olarak kullanılan yapılardan birisidir. Bunun temel nedeni, ihracın basitliği, daha karmaşık yapılara uyarlanabilme esnekliği ve ihraççılar, yatırımcılar ve İslam hukukçuları da dahil olmak üzere çeşitli paydaşlar tarafından tercih edilmesidir.

Bu çalışma *sukukun* tarihsel gelişimi, genel özellikleri, tarafları ve işleyişi, sınıflandırılmasını ele aldıktan sonra *icare sukuk*'un genel çerçevesi, tanımı, özellikleri ve önemini incelemektedir. Bu çalışmada satış ve geri kiralama (*sukuk ijarah muntahiyah bi al-tamlık*) ele alınmaktadır. Ayrıca, dönemine göre büyük bir ihraç olan ve devamında bazı sorunlardan dolayı yükümlülüklerini yerine getiremeyen *Nakheel Sukuk* örnek olayı incelenmektedir.

SUKUKUN TARİHSEL GELİŞİMİ

Klasik literatürde “*sukuk*” teriminin ilk kullanımı Hicri 1. YY (Miladi 7.YY) Emevi iktidarında Halife Mervan bin el-Hakem'in dönemine dayanmaktadır. İmam Malik'in *el-Muvatta* adlı eserinden alıntılanan rivayette *sukuk* teriminden vadesi dolduğu zaman sertifika sahiplerine malları veya mahsülleri alma hakkı veren bir sertifika ya da daha özel anlamda emtia veya tahıl kuponları (*sakk-al badai*) olarak bahsedilmektedir. Bu sertifikaların sahipleri, vade sonunda malları/tahılları teslim almadan önce ellerinde bulundurdıkları sertifikaları nakit elde etmek için peşin olarak sattıklarından dolayı ikincil piyasanın oluştuğundan bahsedilebilmektedir. Bu uygulama, hamillerin malların/tahılların mülkiyetini almadan önce *sukukun* temsil ettiği dayanak varlıkların satışına sebebiyet

verdiğinden dolayı zamanın âlimleri tarafından onaylanmamıştır (İslam İşbirliği Teşkilatı Ekonomik ve Ticari İşbirliği Daimi Komitesi (İSEDAK), 2019, s. 9).

Varlıkların menkul kıymetleştirilmesi kapsamında geliştirilen yatırım araçları yukarıda bahsedildiği üzere ilk olarak Orta Çağda Müslüman tüccarların alışveriş ve diğer ticari faaliyetlerden kaynaklanan finansal yükümlülükleri gösteren bir kâğıt olarak ortaya çıkmıştır (Durmuş, 2010, s. 14). Günümüzde ise bu yapı farklılaşarak ilgili varlığın değeri ile orantılı olacak şekilde oluşturulan sertifikalar aracılığıyla varlığın mülkiyetinin geniş yatırımcı kitlelerine ulaşmasını sağlayan bir menkul kıymetleştirme mekanizması haline gelmiştir (Güçlü, 2014, s. 4).

Orta çağdaki kullanımından çok daha sonra Osmanlı İmparatorluğu (1299-1923), 1775'ten itibaren kamu borcunu finanse etmek için *esham* olarak bilinen benzer finansal sertifikalar ihraç etmiştir. Bu sertifikalarda dayanak varlık olarak vergileri toplama hakkı (bir tür finansal hak) kullanılmıştır. Finansman toplamak için devletin vergi gelirleri menkul kıymetleştirilmiştir.

Faizsiz bankacılık ve sigortacılık sektörünün gelişmesiyle birlikte faizsiz sermaye piyasaları da zamanla gelişme göstererek bu alanda ilk *sukuk* ihracı 1983 yılında Malezya hükümeti tarafından gerçekleştirilmiştir (Altaş, 2008, s. 19). Karz-ı hasen (faizsiz borç) yöntemine göre ihraç edilen bu *sukukun* ikincil piyasada işlem görmesi uygun görülmemiştir (Tok, 2009, s. 14). Aynı zamanda bu ihraç, günümüzdeki *sukuk* düzenlemelerinin tam olarak gerçekleşmesinden önce olduğu ve güncel manada *sukuk* uygulamalarını tam olarak yansıtmadığından dolayı ilk *sukuk* ihracı olarak literatürde yer almamaktadır (Aslan, 2012, s. 59).

Yakın tarihe bakıldığında, İslam İşbirliği Teşkilatı Uluslararası İslam Fıkıh Akademisi (İİT) 1986 ve 1988 yıllarında *mukarada* tahvilleri meselesini ele alınmıştır. Yapılan görüşme sonucunda *mukarada* sertifikalarının ihraç edilmesi için gereken koşullar belirlenmiş ve böylelikle *sukuk* kavramı ilk kez 1988 yılında meşrulaştırılmıştır (İslam İşbirliği Teşkilatı Ekonomik ve Ticari İşbirliği Daimi Komitesi (İSEDAK), 2019, s. 9). Bunun neticesinde dünya piyasasında geçerli olarak bilinen ilk *sukuk* 1990 yılında Malezya'da yabancı sermayeli bir enerji şirketi olan Shell Malezya tarafından ihraç edilmiştir. Malezya para birimi olan Malezya Ringgiti (RM) cinsinden ihraç edilen bu *sukuk* 125 milyon RM değerindedir. Bu ihraç aynı zamanda yerel para birimi kapsamında gerçekleştirilmiş ilk ihraç olmuştur (Sümer, 2020, s. 23).

Özellikle 2000’li yılların başında yaşanan siyasi gelişmelerle birlikte batıdaki finans piyasalarına alternatif olacak yeni piyasalara yönelme gerçekleşmiştir. Bu noktada *sukuk* özellikle 2000’li yıllardan sonra alternatif bir yatırım aracı olarak piyasalarda yerini almış ve piyasayı canlandırmaya başlamıştır (Fındık, 2020, s. 19).

Sukuk piyasasında ilk uluslararası *sukuk* ihracı 2001 yılında Malezya’da 150 milyon Amerikan Doları (USD) tutarında gerçekleşmiştir. İlk uluslararası devlet (sovereign) *sukuk* ihracı ise 2002’de Malezya hükümeti tarafından gerçekleştirilerek *sukuk* piyasasının önü açılmıştır (Fındık, 2020, s. 19). Daha sonraki dönemlerde özel sektör, finansal kuruluşlar ve devletlerin gerçekleştirmiş olduğu ihraçlar sonucunda *sukuk* piyasası hızla gelişme ve büyüme göstermiştir. Günümüzde ise, artan devlet ihraçları, özel sektör ihraç tutarlarını aşmaya başlamakta ve büyüme trendini sürdürmeye devam etmektedir (Ulusoy ve Ela, 2015, s. 142). Dünya genelinde, 2001-2006 yılları arasında 66,83 milyar USD olan *sukuk* ihraç hacmi 2019 yılında 145,70 milyar USD’ye ulaşmıştır (IIFM, 2020, s. 28). Şekil 1 *sukuk* gelişiminin ana aşamalarının özetlemektedir.

Şekil 1: Sukuk Gelişiminin Ana Aşamaları

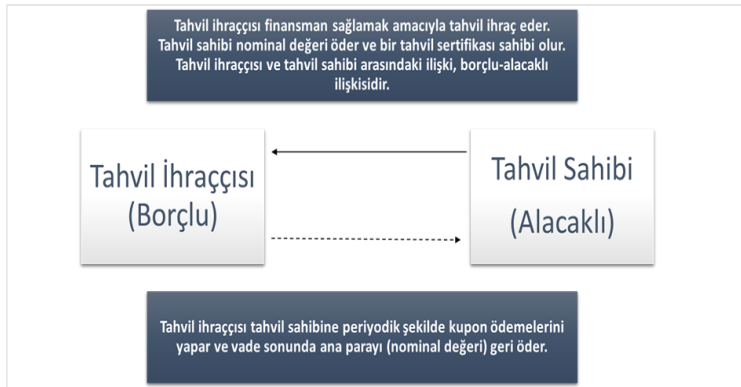
Sukukun Klasik Kullanımı	Sukukun Geliştirilmesine Yönelik İlk Girişimler	İlk Sukuk İhraçları	Sukuk Piyasasının Ortaya Çıkışı	Sukuk Piyasasının Yaygınlaşması
<ul style="list-style-type: none"> Hicri 1. yüzyılda Emevi iktidarındaki Halife Mervan bin el-Hakem’in döneminde sukuk, vadesi dolduğunda sertifika sahibine malları/mahsulleri alma hakkı veren mal/mahsul sertifikaları/kuponları olarak ihraç edilmiştir. 1775’ten itibaren Osmanlı İmparatorluğu (1299-1923), kamu borcunu finanse etmek için esham olarak bilinen finansal sertifikalar ihraç etmiştir. 	<ul style="list-style-type: none"> Ürdün’de 1978’de mukârade tahvilleri ihraç edilmiştir. Pakistan’da katılım sertifikalarının ihracına 1981’de başlanmıştır. Devlet Yatırım Sertifikaları (DYS) ilk olarak Malezya Hükümeti tarafından 1983’te sunulmuştur. Türkiye’de 1984’teGelir Ortaklığı Senetleri (GOS) ihraç edilmiştir. IFA-OIC 1988’de sukuk kavramını meşrulaştırmıştır. Geçici gelişim dönemi; aktif bir piyasa ortaya çıkmıştır. 	<ul style="list-style-type: none"> İlk kurumsal sukuk ihracı, 1990’da Shell MDS Malezya tarafından gerçekleştirilmiştir. Onun ardından genellikle Malezya’da olmak üzere küçük yerel ihraçlar olmuştur. Teori ve model kurma dönemi; aktif bir piyasa oluşumu meydana gelmemiştir. 	<ul style="list-style-type: none"> Piyasa, Bahreyn Hükümeti tarafından 2001’de ilk devlet sukuk (icare sukuk) ihracı ile ortaya çıkmıştır. Malezya Hükümeti tarafından ilk derecelendirilmiş uluslararası varlık temelli icare sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir. Perakende sukuk, perpetual (daimi) sukuk, retail (perakende) sukuk ve SRI sukuk gibi daha yenilikçi ürün geliştirme çalışmaları olmuştur. 	<ul style="list-style-type: none"> Güçlü yatırımcıların sukuka yönelik iştahı ile sektörün büyümesi ve sukuk piyasasının daha da genişlemesi beklenmektedir. Daha fazla ülkenin ihraççı olarak sukuk piyasasına katılması beklenmektedir. Sukuk piyasasındaki inovasyonun, ihraççıların ve yatırımcıların ihtiyaç ve tercihlerine uyacak şekilde piyasayı her zamankinden daha esnek hale getirmeye devam etmesi beklenmektedir.
Tarihi	1990 öncesi	1990-2000	2001-2016	2017-gelecek

SUKUKUN GENEL ÖZELLİKLERİ

Sukukun ortaya çıkışı faiz getirisi sağlayan tahvillere alternatif bulma fikrinden kaynaklanmaktadır. Tahvil; ihraççıya uzun vadeli finansman sağlayan borçlanma aracını temsil eder. Tahvil sahibi (yatırımcı), tahvil ihraççısına borç para verir karşılığında ise vade sonunda anapara artı faiz getirisi elde eder. İslami finans sisteminin gelişimini müteakiben tahvillerin sunmuş olduğu avantajlara sahip İslami ilke ve esaslara uygun özellikler taşıyan alternatif aranmıştır. Bu özellikler;

- Orta ve uzun süreli bir vadeye sahip olmak,
- Yatırımcılara düzenli getiri imkânı sunmak,
- Farklı para birimlerinde ihraç edilebilen ve hem iç hem de dış piyasaları hedef almak,
- Piyasada listelenebilir ve derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirilebilir olmak,
- Yeniden planlanabilir ve yeniden yapılandırılabilir olmak,
- İkincil piyasada işlem görebilir olmak,
- Maddi ve maddi olmayan varlıklar ile çeşitli yapılarda güvence altına alınabilir olmak olarak sıralanmaktadır. Şekil 2’de tahvilin ihraç süreci özetlemektedir.

Şekil 2: Tahvil İhraç Süreci



(Kaynak: ISRA, 2017, s. 11)

Görüldüğü üzere tahvil ihraç sürecinde ihraççı ve yatırımcı arasında borçlu alacaklı ilişkisi vardır. Herhangi bir ticari işleme dayanılmamakta ve tamamen borç işlemine istinat edilmektedir. Tahvilleri alan yatırımcılar tahvil ihraç eden tarafa borç verip vadede getiri sağlamaya çalışmaktadırlar (Aktepe, 2018, s. 200).

Sukuk piyasası geliştikçe tahvillere benzer bazı özelliklerini korurken aynı zamanda kendine özgü ayırt edici özelliklerini de içerecek şekilde gelişme göstermiştir. *Sukuk* terimi artık bugünkü anlamda tahvillerle bağlantılı değil, daha çok İslam ilke ve kurallarına uygun bir mali sertifika olarak kabul edilmektedir.

Günümüzde devletler ve çeşitli kurumlar tarafından yatırımları genişletmek, sermaye harcamalarının finansmanını sağlamak ve İslami finans kurumlarının ve yatırımcılarının likiditeyi kârlılıkla yönetmesini kolaylaştırması için ihraç edilen *sukuk*, geleneksel sabit getirili menkul kıymete bir alternatif olarak İslami sermaye piyasalarındaki araçlar arasında önemli bir pozisyonda yerini almıştır (Ayub, 2017, s. 413).

Sukukun temelinde bir dayanak varlık söz konusudur. Söz konusu varlık ticari bir işleme konu olmaktadır ve bu ticari işlem *sukukun* türüne göre kâr-zarar ortaklığı, bir malın vadeli olarak alım-satımı ya da kiralanması şeklinde gerçekleşebilmektedir. *Sukuk* köprü, havaalanı, yol, elektrik, petrokimya, tarım gibi çeşitli projelerin finansmanı için ihraç edilebilmektedir. (Sümer, 2020, s. 25).

Yapısı ve oluşturulma şekli itibarıyla *sukukun* kendine has bazı temel özellikleri aşağıda sıralanmıştır:

- a) *Sukuk*, dayanak varlıkların orantılı sahipliğini temsil eder;
- b) *Sukuk*, reel sektör faaliyetleriyle doğrudan bağlantılıdır;
- c) *Sukuk*, İslam hukuku esaslarına uygun sözleşmeler kullanılarak yapılandırılır;
- d) Faiz, prensip gereği yasak olduğundan *sukuk* getirileri faiz yerine kira geliri veya kâr payı şeklindedir;
- e) *Sukuk* işlemlerinde, İslami finans ilkeleri gereği spekülasyon içeren işlemlerden uzak durulmaktadır;
- f) *Sukuk* ihracı ile yatırımcılardan elde edilen fonlar, İslami prensiplere uygun faaliyetlerde kullanılmalıdır;

- g) *Sukuk* likit bir finansman aracıdır. Çeşidine göre ikincil piyasalarda işlem görebilmekte ve likidite imkânı sağlamaktadır. İkincil piyasadaki *sukuk* alım-satımı şer’i kurallara uygun olmalıdır.
- h) *Sukukun* kısa, orta, uzun vadeli ve hatta kalıcı enstrümanlar olmak üzere çeşitli yapılandırılmış görev süreleri olabilmektedir;
- i) Çeşitli para birimlerinde ve çeşitli pazarları hedefleyen *sukuk* ihraç edilebilir;
- j) *Sukuk* ihracında yapılacak sözleşmeyle kaynak kuruluşun, ihraççının ve yatırımcının hak ve yükümlülükleri açıkça belirtilmelidir;
- k) *Sukuk* derecelendirilebilir, listelenebilir ve takas edilebilir;
- l) *Sukuk* yeniden planlanabilir veya yeniden yapılandırılabilir.

Bu özelliklere ek olarak Faizsiz Finans Kuruluşları Muhasebe ve Denetleme Kurumu (AAOIFI)’nin 17 No’lu standardında yatırım sertifikası olarak nitelendirdiği *sukuk* ile ilgili yayınlamış olduğu ilkeler şu şekildedir (AAOIFI, 2015, ss. 464–465);

- a) Yatırım sertifikaları, malikinin adına veya hamiline birbirine eşit değerde ihraç edilirler. İhracın bu şekilde yapılmasındaki amaç, sertifika sahibinin sertifikaların temsil ettiği mali haklar ve yükümlülüklerle ilgili yetkisini ispat etmektir.
- b) Yatırım sertifikaları, mevcut mal, menfaat veya hizmet hâlinde bulunan ya da karma nitelikli olarak tüm bunlardan ve manevi haklar ile alacaklar ve nakitlerden oluşan varlıklara, şayi hisseli olarak malik olmayı sağlayan ve şayi hisseli ortaklığı temsil eden sertifikalardır. İlgili sertifikalar, yatırımcıların ihraç edenin zimmetindeki alacaklarını temsil etmez.
- c) Yatırım sertifikaları fikhî bir akde dayalı olarak ihraç edilirler. Sertifikaların ihracında ve ikincil piyasalarda işlem görmesinde ve tedavülünde yine fikhî kurallar esas alınır.
- d) Yatırım sertifikalarının ikincil piyasalarda işlem görebilmesi, temsil ettiği varlığın ikincil piyasalarda işlem görme şartlarına bağlıdır.
- e) Yatırım sertifikası sahipleri, arz sırasında hazırlanan anlaşmaya göre, sertifikanın sağladığı kar/gelire sahip olurlar, zarar durumunda her biri sahibi oldukları *sukuk* oranında zarara katlanırlar.

SUKUKUN TARAFLARI VE İŞLEYİŞİ

Sukukun ihraç sürecinde *sukuk* yapılarına bağlı olarak çeşitli taraflar dahil olsa da temelde üç taraf bulunmaktadır. Bunlar;

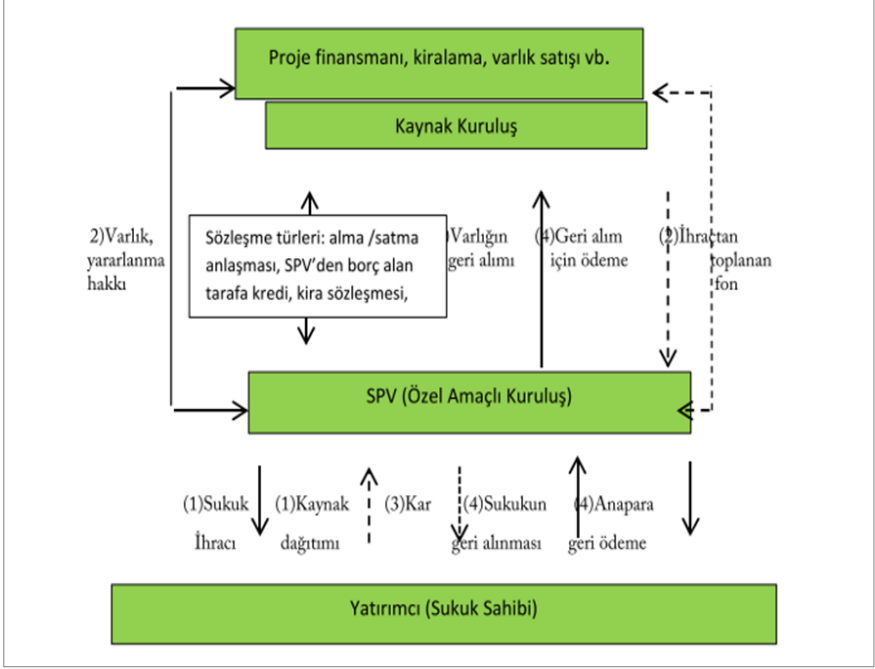
1. Özel amaçlı kuruluş / özel amaçlı şirket (ÖAK/ÖAŞ),
2. Kaynak kuruluş (Fon Talep Eden Taraf/Şirket) ve
3. Yatırımcılar (Fon Arz Eden Taraf) şeklindedir.

Bu üçlü ilişkide fon talep eden taraf yani kaynak kuruluş, özel amaçlı şirket aracılığıyla menkul kıymetleştirme yoluyla fon arz eden taraflardan fon sağlamaktadır. Kısaca; *sukuk* ihraç etmek için kaynak kuruluş, bir özel amaçlı şirket kurar ve yatırımcılardan kaynak toplamak üzere ÖAŞ ile sözleşme imzalayarak bu kuruluş aracılığıyla *sukuk* ihraç eder. ÖAŞ, yatırımcıların vekili olarak hareket ederek topladığı fonları kaynak kuruluş tarafından temin edilen bir varlığa, projeye veya işe (ticarete) yatırır. Ardından ÖAŞ, dayanak varlıktan elde ettiği gelirleri/ kârı yatırımcılara kâr payı (temettü) ödemek amacıyla kullanır. Kaynak kuruluş, dayanak varlığı *sukukun* vadesi geldiğinde tekrar satın alır ve bundan gelen gelir ile *sukuk* yatırımcılarına anapara ödemesi yapılır (Lackmann, 2015, s. 2).

Şekil 3'e göre:

- a) Kaynak kuruluş, ÖAŞ kurar ve ÖAŞ fon toplamak amacıyla *sukuk* ihraç eder.
- b) ÖAŞ tarafından toplanan fonlar kaynak kuruluştan dayanak varlığı almak için kullanılır.
- c) Varlıktan elde edilen gelir/kâr, yatırımcılara dağıtılır.
- d) Kaynak kuruluş, *sukukun* vadesi geldiğinde dayanak varlığı tekrar satın alır ve bundan elde edilen gelirler, *sukuk* sertifikalarını yatırımcılardan geri satın almak (anapara geri ödemesi) için kullanılır.

Şekil 3: Sukukun tarafları ve işleyişi



(Kaynak: (Ulusoy ve Ela, 2015, s. 143)

SUKUKUN SINIFLANDIRILMASI

Çeşitli *sukuk* kategorilerini sınıflandırmak için kullanılan üç ana temel vardır. En yaygın sınıflandırmalar aşağıdaki temellere dayanmaktadır:

- 1) Altta yatan şer'i sözleşmelerine dayalı sınıflandırma,
- 2) Teknik ve ticari özelliklere göre sınıflandırma, ve
- 3) Varlıkların niteliğine ve türüne göre sınıflandırma.

Şekil 4'te *sukuk* kategorilerinin özeti sunulmuştur.

Şeri Sözleşmelerine Dayalı Sukuk Sınıflandırması

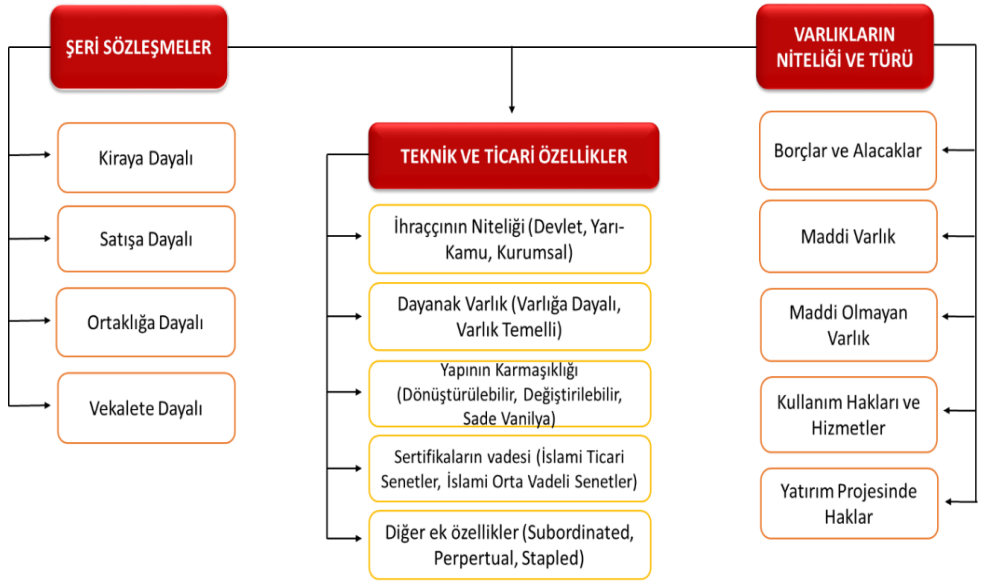
Sukuk, şer'i sözleşmelerine dayalı olarak çeşitli türlerde sınıflandırılmaktadır. AAOIFI'nın belirlediği standartlara göre (Faizsiz Finans Standartları/17) 14 farklı tipte *sukuk* uygulamasından bahsedilmektedir. Bunlar;

- a) Murabaha Sukuk
- b) Selem Sukuk

- c) İstisna Sukuk
- d) İcare Sukuk (4 tür)
- e) Ortaklık Temelli Sukuk (6 tür) ve
- f) Karma (Hibrid) Sukuk şeklindedir.

Bu çalışmada uygulama alanı olarak yaygın kullanılan *sukuk* türlerinden biri olan kiraya dayalı *sukuk* / *icare sukuk* incelenmiştir.

Şekil 4: Sukukun Ana Sınıflandırılması



(Kaynak: ISRA, 2017, s. 102)

İCARE SUKUK

İcare kelime anlamı olarak Arapçada “kiralama karşılığı bir şey verme” şeklinde tanımlanmaktadır. *İcare Sukuk* ise kira sözleşmesi temel alınarak oluşturulan yatırım sertifikalarıdır. Kira kontratlarının belirli bir mülkün kullanım hakkının, geçmişte belirlenmiş bir kiralama dönemi sürecinde önceden belirlenen bir kira ödemesi dikkate alınarak, mülkün sahibi tarafından kullanım hakkının başka bir kişiye aktarılmasıdır.

Günümüzdeki *sukuk* türleri arasında en çok kullanılan türlerden birisi *icare sukuk*üdür. *İcare* sözleşmesinin *sukuk* ihraçlarında tercih edilmesinin en temel nedeni, *icare* sözleşmesiyle *sukukun* basit ve kolay bir şekilde satılabilir bir yapıda yapılandırılabilmesidir (Yanpar, 2021, s. 241).

Bir kira sözleşmesinde bulunan tüm yetki ve sorumluklar *icare sukukta* da bulunmaktadır. Bu kira kontratları; *icare sukukunun* da temelini oluşturan kontratlardır.

İcare sukuk kiralanan bir varlığın, kullanım hakkı veya varlığın mülkiyetini temsil eden sertifikalarla düzenlenerek menkul kıymetleştirilmesidir. Düzenlenen bu sertifikalar ikincil piyasalarda da değerlendirilmektedir.

İcare Sukuk 2018 yılında murabaha *sukuktan* sonra en çok ihraç edilen ikinci *sukuk* türü olmuştur (IFDI,2018). Diğer *sukuk* türlerine nazaran İslam hukukuna uyumluluk noktasında daha az sorunla karşılaşmaktadır. *İcare Sukuk* menkul kıymet olarak ihraç edilmesi için belli koşul ve özellikleri yerine getirmelidir. Bunlar;

- a) Kira konusu değerli bir varlığın üzerine kurulmalı; belirli bir tarih ve oran içinde kira gelirleri toplanmalıdır.
- b) Sözleşmeye dayanak olacak varlıklar açıkça belirlenmelidir.
- c) Sözleşmeye taraf olacak kurum veya kişiler; kiralanan varlığı ve kira bedelini bilmelidirler.
- d) Kira bedelinin hangi oranlara göre belirlenip, hesaplandığı açıkça sözleşmede belirtilmelidir.
- e) İslam Hukukuna göre; varlık veya malların temel özellikleri ile ilgili harcamalar mal sahibinin sorumluluğundadır, kullanımından dolayı doğan masraflar kiracı tarafından karşılanmaktadır.
- f) *İcare sukuk*; ikincil piyasalarda değerlendirilebilir.
- g) *İcare sukukun* dayandığı dayanak varlık; işlevini ve kullanılabilirliğini yitirdiğinde *icare* (kira) sonra erer. Eğer varlık onarılabilecek durumdaysa varlık onarılabilecek kadar ikame bir varlığın değerlendirilmesi yolu ile *sukuk* devam ettirilebilir.

İcare Sukuk Türleri

AAOIFI tarafından; *sukuk* çeşitleri içerisindeki iki *sukuk* türünde *icarenin* farklı kullanımlarından bahsedilmektedir (AAOIFI, 2015). Kiralanan Varlıkların Aşına

Malik Olmayı Sağlayan *Sukuk* ve Menfaate Malik Olmayı Sağlayan *Sukuk* olarak iki başlıkta incelenmiştir. Şekil 5'te İcare *sukuk* türleri şema halinde gösterilmiştir.

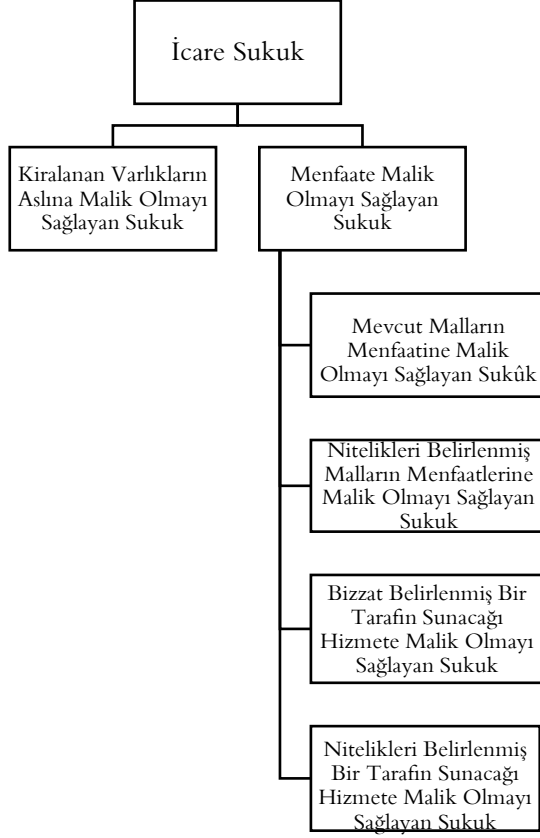
Kiralanan varlıkların aslına malik olmayı sağlayan *sukukta*; yapılan kira sözleşmesinde mülkün sahipleri *sukuk* sahipleridir. Bu *sukukta* malın mülkiyeti yatırımcılara devredilmiştir. Bu yüzden malın veya varlığın; gelir ve giderleri, oluşabilecek herhangi bir kaza veya malın kaybindan *sukuk* sahipleri sorumludur (AAOIFI, 2015, s. 461). Bu tanımlamaya rağmen uygulamada varlığın sorumluluğunu VKŞ (Varlık Kiralama Şirketi) almaktadır.

Menfaate malik olmayı sağlayan *sukuk* (*icare menfaa*); malın kullanım hakkının kiralınması olarak tanımlanabilir. Bu *sukuk* türünde *sukuk* süreci tanımlandığında malın mülkiyeti geri alınmayacak, belli bir süre içinde verilen kullanım hakkı geri alınacaktır. Malın kullanım hakkı, malın gelir ve giderleri *sukuk* sahiplerine aittir (AAOIFI, 2015, s. 461). Bu *sukuk* yapısının dört farklı alt türü vardır. İlki hali hazırda mevcut olan malın menfaatlerine sahip olmayı sağlayan *sukuktur*. Bu da ikiye ayrılır. İlki *sukuk* ihracını malın mülkiyetine sahip olanın ya da onun adına finansal aracı kuruluşun yaptığı *sukuk*; diğeri ise malın kullanım hakkına sahip olanın ya da onun adına aracı bir finansal kuruluşun *sukuk* ihraç etmesidir (AAOIFI, 2015, s. 461).

İkincisi ise nitelikleri belirlenmiş malların menfaatlerine malik olmayı sağlayan *sukuktur*. Bu *sukuk* türünde daha üretimde olan özellikleri belirlenmiş malların üzerine *ijara* (kira) sözleşmesi yapma ve bu malların kullanım haklarının ihraç edilmesi üzerine kurulmasıdır (AAOIFI, 2015, s. 462). Üretilen malın değeri; kullanım hakkı elde etmek için ödenen *sukuk* ihraç bedelleridir. Malın gelir ve giderleri; malın kullanım hakkını satın alan *sukuk* sahiplerine aittir (Güçlü, 2019).

Son olarak ise ihraca konu olan ürün, hizmettir. İlki bizzat belirlenmiş bir tarafın sunacağı hizmete malik olmayı sağlayan *sukuktur*. Bu *sukuk* yapısında ihraç edilen ürün, halihazırda verilen bir hizmet üzerine düzenlenmektedir. Diğeri ise ileride kullanıma sunulacak ve standartları belirlenmiş bir hizmetin sahipliği üzerine düzenlenen, nitelikleri belirlenmiş ve bir tarafın malik olmasını sağlayan bir *sukuktur*. *Sukuku* ihraç eden hizmetin satıcısı, *sukuk* sahipleri ise bu hizmetin alıcısı durumundadır. Burada *sukuk* ihraçlarından elde edilen gelir; sunulacak hizmetin bedelidir (AAOIFI, 2015, s. 462).

Şekil 5: İcare Sukuk Türleri

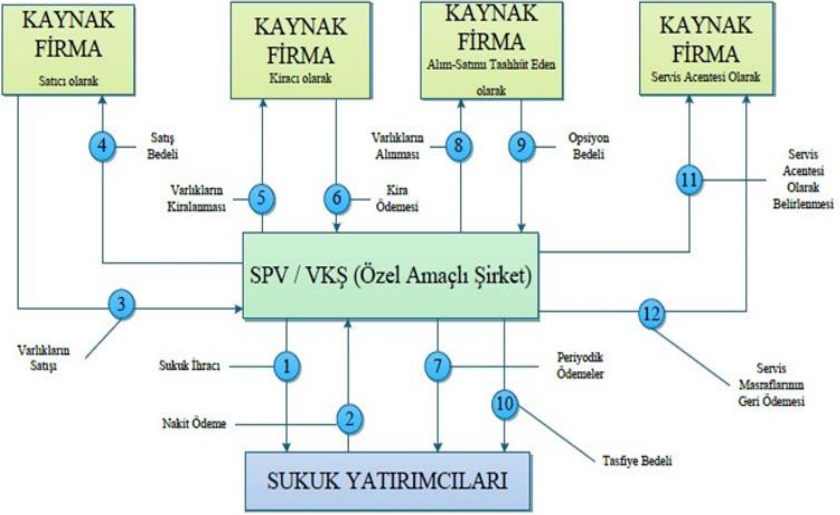


Sukuk İjarah Muntehiyah bi al-Tamlik

Sukuk İjarah Muntehiyah bi al-Tamlik yapısı kısaca sat ve geri kirala mantığı üzerine kurulmuştur. Fon ihtiyacı duyan firma veya kurum; sahip olduğu varlık üzerinden *sukuk* ihraç etme kararı alır. Çıkarılan *sukukta* malın mülkiyeti *sukuk* yatırımcılarına devredilir. Firma varlığını *sukuk* sahiplerine satmış olur. Sonrasında firma malı kiralar ve belirli bir dönem boyunca *sukuk* sahiplerine kira öder. Yapılan sözleşmede varlığı geri alım maddesi vardır. Sözleşmedeki vade sona erdiğinde firma anlaşılan fiyattan varlığı geri alır (purchase undertaking). Bu yapıda her iki taraf gelir elde etmiş olur. Finansman ihtiyacı duyan firma konvansiyonel yöntemlere başvurmadan ihtiyacını karşılamış olur. *Sukuk* yatırımcıları ise belirli bir dönem boyunca sahip oldukları sertifikadan kar sağlamış olurlar. Şekil 6'da *sukuk* ihracı yapacak olan firmanın VKŞ ve *sukuk* yatırımcıları ile kurduğu yapı anlatılmaktadır. Firma burada satıcı, malı kiralayan,

alım-satımı taahhüt eden ve servis acentesi hizmetlerini karşılayan olarak gösterilmiştir.

Şekil 6: Sukuk İjara Muntehiyah bi al-Tamlik'in İşleyişi



Kaynak: (Avcu & Aslan, 2012)

İşleyiş adımları şöyledir:

- 1) Fon ihtiyacı duyan firma sahip olduğu varlığı VKŞ (Varlık Kiralama Şirketi)'ye devreder.
- 2) VKŞ malın mülkiyetini aldıktan sonra *sukuk* ihracını gerçekleştirir.
- 3) İhraçtan elde edilen gelir yani malın değeri; firmaya ödenir.
- 4) VKŞ; mülkiyetine sahip olduğu malı firmaya kiralar.
- 5) Firma kirasını öder, VKŞ'de bu kira gelirini *sukuk* sahiplerine dağıtır.
- 6) Sözleşmenin sonu geldiğinde firma taşınmazı satın alır (leaseback).
- 7) Bu parayla *sukuk* sahiplerinin anaparaları ödenir ve *sukuk*; VKŞ'ye geri döner (Güçlü, 2019).

İCARE SUKUK ÖRNEK OLAYI: NAKHEEL SUKUK

Bu *sukuk* 2006 yılına kadar yapılmış en büyük *sukuk* ihracıdır. Birleşik Arap Emirlikleri'nin sahibi olduğu Dubai World Nakheel Company firması yeni bir finansman oluşturmak amacıyla Dubai İslam Bankasına başvuruda bulunmuştur.

Dubai World dünyanın en büyük holdingidir. Dubai World, Hong Kong adasının iki katı büyüklüğünde bir şehir oluşturmak amacıyla *sukuk* ihracı planlamıştır. Bu plana göre 1,5 milyon sakini ağırlama kapasitesinde bir şehir ile; Dubai kıyısında 75 km’lik kanal yapılması düşünülmekteydi. Tablo 1. Nakheel *Sukuk* detaylarını açıklamaktadır.

Tablo 1: Nakheel *Sukuk* Detayları

KONU	DETAYLAR
Sukuk Türü	<i>İcare</i>
Amaç	Dubai limanında şehir kurma
Varlıklar	Dubai limanı
Borçlu	Nakheel Holding 1, Nakheel Holding 2, Nakheel Holding 3
Yönetici Kurum	Dubai Islamic Bank/Barclays Capital
İhraç Edilen Miktar	3,52 Milyar \$
İhraç Tarihi	14 Aralık 2006
Vade Bitimi	14 Aralık 2009
Vade	3 Yıl
Hukuki Zemini	İngiliz ve BAE Hukuku
Garantör	Dubai World
Sözleşmeler	a) Satın alma anlaşması b) Kira Sözleşmesi c) Servis Acentesi Sözleşmesi d) Satış Taahhüdü e) Satın Alma Taahhüdü f) Acenta Beyanı g) Güven Beyanı h) Güven Acenta Anlaşması

Kaynak: (Sahadan *et al.* 2015)

Bu *sukuk* yapısı *menfaa icare* biçimindedir. Bu durum, mülkiyet devri yerine o varlıktan faydalanma üzerine dayanmasından kaynaklanmaktadır. *Sukuk Ijara Muntehiyah bi al-Tamlık* (Sat-geri al prensibi) bu *sukuk* ihracında gerçekleşmiştir. Nakheel *sukuk* ihracının amacı varlığın üzerine kurulacak yapıyla bu varlığın gelişmesini sağlayacak finansmanı sağlamaktır. Dubai kıyısına yapılması planlanan

yapılar şöyledir: Jebel Ali Köyü, Jumeirah Adaları, Lost Şehri, Jumeirah Köyü ve Parkı, Dubai Limanı, Uluslararası Şehir ve Discovery Apartment Binaları.

Nakheel Development Limited (Nakheel SPV) firması bu sukuk ihracıyla Dubai Limanını satın alacaktır. Nakheel Sukuk'un sorumluluğunu alması için Dubai World tarafından kurulan Nakheel Holding 1, Nakheel Holding 2, Nakheel Holding 3 firmaları Nakheel Properties firmasının hisselerinin %99'una sahiptir. Nakheel Properties, Dubai'de gayrimenkul projeleri geliştirmek, bu şehrin ekonomi yatırımlarını çeşitlendirmek, turizm ve emlak piyasasının büyümesini sağlamak için kurulmuştur.

Nakheel SPV firması yaptığı acente ve güven beyanı ile *sukuk* yatırımcıları adına bir temsilci ve mütevellî görevi üstlenmektedir. *Sukuk* ihracının baş yöneticisi olacak kurumlar; Dubai Islamic Bank ve Barclays Capital bankaları olacaktır. Barclays Capital, merkezi Londra olan Barclays Bankasının yatırım departmanıdır. Barclays Capital; kurumlara, şirketlere ve devlet iştiraklerine finansman ve risk yönetimi hizmetleri sunmaktadır. ABD Hazine ve Avrupa Devlet tahvillerinde birincil satıcıdır.

Sukuk ihracının toplam büyüklüğü 3,52 milyar USD'dir. Başlangıçta 2,5 milyar USD'lik *sukuk* alımı beklenirken; talebin fazla olmasından dolayı ihraç 3,52 milyar USD değerinde gerçekleşmiştir. *Sukuk* 14 Aralık 2006'da çıkarılmış ve vade sonu 14 Aralık 2009 olarak planlanmıştır.

Bu *sukuk* ihracının hukuki zemini İngiliz ve BAE kanunlarına göre olup, her iki ülkenin yasasına göre sözleşmeler düzenlenmiştir. İngiliz yasaları; Güven Beyanı, İşlem İdaresi Senedi, Ajans Sözleşmesi, Sertifikalar ve Ortak Yükümlülük Garantisi sözleşmesini kapsayacaktır; son olarak da Dubai World bu kontratların garantörü olarak görülmektedir. BAE yasaları ise; Satın Alma Sözleşmesi, Kira Sözleşmesi, Hizmet Ajansı Sözleşmesi, *Sukuk* Varlık Satış Taahhüdü, Satın Alma Taahhüdü, Abonelik Hakları Satış Taahhüdü, Ajans Bildirimi, Güvenlik Ajansı Sözleşmesi, İpotekler ve Hisse Senedi Sözleşmeleri gibi kontratları kapsamaktadır.

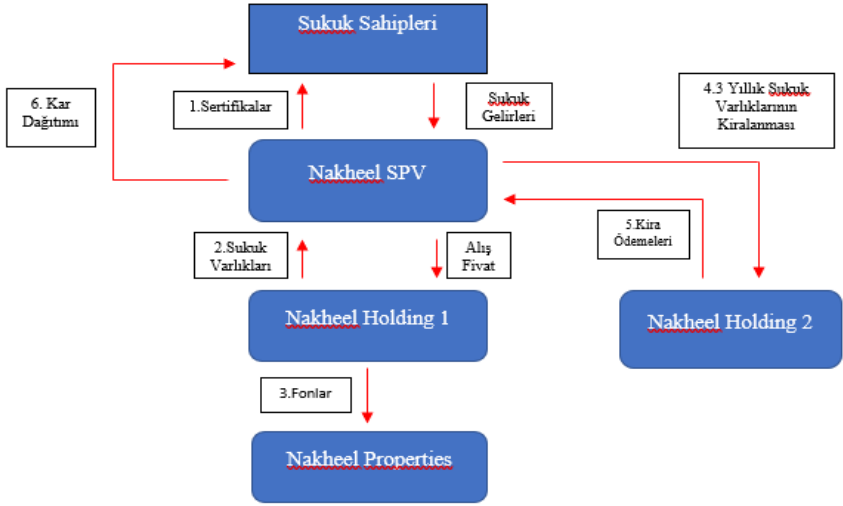
Dubai World bu *sukuk* ihracının garantörü olarak negatif taahhüt ve mülk üzerine taahhüdün sürdürülmesi gibi sözleşmeler yapmıştır. Negatif taahhüt, hisse senedi ve tahvil gibi senetlerde tarafların varlıklar üzerine faiz geliri koyarak kendini güvene almasını yasaklamak için yapılan sözleşmedir. Ayrıca *sukuk*

yatırımcılarına ödenecek kira geliri yükümlülüğünü Nakheel Holding 1 alırken, mülkiyet üzerine ipotek ve hisselerini rehin vermiştir.

Nakheel Sukuk'un Yapısı

Nakheel Sukuk'un yapısı ve işleyişi Şekil 7'de anlatılmıştır.

Şekil 7: Nakheel Sukuk'un Yapısı ve İşleyişi



Kaynak: (Sahadan *et al.* 2015)

Sukuk yapısı; sukuk yatırımcıları, Nakheel Development Limited (Nakheel SPV), Nakheel Holding 1, Nakheel Holding 2 ve Nakheel Properties olmak üzere beş taraftan oluşmaktadır.

İşlem adımları aşağıdaki gibidir:

1. İhraççı Nakheel Development Limited (Nakheel SPV) tarafından sukuk teslim edilir.
2. Bu ihraçtan toplanan 3,52 milyar USD'ye tekabül eden gelir Nakheel SPV tarafından Nakheel Holding 1'e verilir. Bu ihraç geliri; Dubai Liman Bölgesinden mülk satın alınmak için kullanılmıştır.
3. Nakheel Holding 1, Nakheel Properties'e inşaat işleri için elde edilen geliri verir.
4. Nakheel SPV, sukuk yatırımcıları tarafından satın alınan varlıkları Nakheel Holding 2 firmasına üç yıllığına kiralar.

5. Nakheel Holding 2, altı ayda bir olmak üzere Nakheel SPV'ye kira ödemesini yapar.
6. Nakheel SPV, topladığı kira geliriyle *sukuk* sahiplerine kar dağıtımını gerçekleştirir.

Nakheel Sukuk ile İlgili Sorun ve Problemler

Nakheel *sukuk* yenilikçi yapısı ve başarılı bir şekilde yönetilmesiyle birçok ödül kazanmıştır. Lakin, bu süreç *sukuk* vadesinin sona ermesine yakın Dubai World'un borçlarını yapılandırmak için başvurusuyla değişti. Dubai Hükümeti 25 Kasım 2009 tarihinde Dubai Yüksek Mali Komitesi adına hareket ettiğini açıklayarak; Dubai World'un borçlarının yeniden yapılanması için doğrudan ve dolaylı tedbirlerin derhal yürürlüğe gireceği açıklandı. Yapılan incelemeler sonucu Dubai World'un yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği anlaşılmıştır.

2008 Dünya Küresel Krizinden dolayı gerileme ve kredi krizi baş gösterdiği için Aralık 2009 kâr payı ödemeleri gecikmişti. Bu noktadan sonra Dubai World'un 2008 yılında görülen ekonomik kriz yüzünden finansal tabloları kötü etkilendiği için firma garantörlüğünü yerine getirememiştir.

Sukuk yatırımcıları tarafından; Dubai World firmasının garantörlüğünün devlet adına güvenceye alındığı anlaşılmıştır. Fakat *sukuk* sözleşmesinde açıkça Dubai World'un borcu ve yükümlüklerinin; Dubai Hükümetini bağlamadığı maddesi bulunmaktadır.

Sonuç olarak; Dubai World firmasının kendine özgü tüzel kişiliğe sahip olduğu için yönetici ve çalışanları bu garantiden sorumlu görülmemelidir. Şirketler hukukunda açıkça kurumların tüzel kişilikleri olduğu için sorumluluğunun firma üzerinde olduğu belirtilmektedir.

BAE mahkemeleri; tarafların dava talebini kabul etmemiştir. BAE yasaları tarafından güven ve çıkar kavramları tanınmadığı için bu belirtilen güven beyanı belirsiz bulunmuştur. Fakat Dubai World ile *sukuk* yatırımcıları arasında yapılmış bir ajans bildirimini mevcuttur ve burada sözleşme konusu açıkça belirtilmişti. Ajans bildirimini, BAE yasaları tarafından tanınmış olmasına rağmen mahkeme bu bulguyu kanıt olarak kabul etmemiştir.

Nakheel *Sukuk*'un, neredeyse temerrüde düşmesi sonucu yükümlülüklerini yeniden yapılandırma kararı, temerrüde düşmenin eşliğinde olan ilk milyar dolarlık ve çok aranan *sukuk* olması nedeniyle Dünya çapında *sukuk* piyasalarında

şok etkisi yaratmıştır. *Sukuk* yatırımcıları, umdukları koruma düzeyine muhtemelen güvenemeyecekleri ihtimaline ilişkin endişeye kapılmışlardır. Ancak, gerçek Nakheel'in temerrüdü, Aralık 2009'da Abu Dabi Hükümeti'nden alınan 10 milyar USD tutarındaki kurtarma paketi ile önlenmiştir. Bu kredi, *sukuk* sahiplerine vade tarihinde anapara tutarlarını iade etmek için kullanılmış ve buna göre *sukuk* başarıyla itfa edilmiştir.

SONUÇ

Sukuk, İslami sermaye piyasasının en önemli direğini oluşturmaktadır. Teknik özelliklerine göre *sukuk* farklı şekillerde sınıflandırılabilir ve temelde şer'i akitlere dayanır. Bu açıdan *sukuk*; satış, kira, ortaklık ve ajans temelli olmak üzere dört ana kategoriye ayrılır. Kiraya dayalı *sukuk*, literatürde ayrıca *icare sukuk* olarak bilinir, hem yurtiçi hem de uluslararası ihraçlar için en baskın ve yaygın olarak kullanılan yapılardan birisidir. *İcare sukuk*, kiralanan bir varlığın kullanım hakkı veya varlığın mülkiyetini temsil eden sertifikalarla düzenlenerek menkul kıymetleştirilmesidir. Bu düzenlenen sertifikalar ikincil piyasalarda da değerlendirilmektedir. Bu çalışmada incelediğimiz *Nakheel Sukuk* örnek olayı ülkelerdeki yasal mevzuatların tam oturmamış olmasına örnek bir *sukuk* ihracı olarak gösterilebilir. Dolayısıyla, ülkelerdeki ticaret yasaları *sukuk* kontratlarını kapsama alacak şekilde güncellenmeli ve geliştirilmelidir. Sonuç olarak, *icare sukuk*ün başarılı olarak işlemesi için garantör olan firmanın finansal açıdan gerekli koşulları sağlaması gerekmektedir. Garantör firma yükümlülüğünü yerine getirmede ihraç edilen *sukuk* da yükümlülüklerini gerçekleştirememektedir. Bu yüzden garantör firmanın periyodik olarak finansal verilerinin kontrol edilmesi gerekmektedir. *Sukuk* sözleşmeleri ilgili ülkenin hukuk düzeni tarafından tanınmalıdır.

KAYNAKÇA

- AAOIFI (2015) *Faizsiz Finans Standartları*. İstanbul: TKBB Yayınları.
- Adam, N.J. and Thomas, A. (Eds.) (2004). *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk*. London: Euromoney Books.
- Aktepe, İ. E. (2018). *Katılım Finans*. TKBB Yayınları. <http://www.tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/Katilim-Finans.pdf> adresinden erişildi.
- Altaş, G. (2008). *Sermaye Piyasasında Gündem "İslami Finans Sistemi"*. https://www.tspb.org.tr/wpcontent/uploads/2015/07/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Aylik_Yayinlar_2008_gundem_200805.pdf

- Aslan, H. (2012). *Alternatif Bir Yatırım Ve Finansman Aracı Olarak Sukuk: Yapısı, İşleyişi Ve Türkiye Piyasası İçin Öneriler*. Marmara Üniversitesi.
- Avcu, E. C. (2015). *Katılım Bankacılığı ve Sukuk Modelleri. Yüksek Lisans Tezi*. Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi.
- Avcu, E. C., and Aslan, H. (2012). *Alternatif Bir Yatırım ve Finansman Aracı Olarak Sukuk: Yapısı, İşleyişi ve Türkiye Piyasası İçin Öneriler*. İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ayub, M. (2017). Sukuk ve Menkul Kıymetleştirme. *İslami Finansı Anlamak* içinde (ss. 412-441). İktisat Yayınları.
- Durmuş, A. (2010). Modern Bir Finansal Araç Olarak Sukuk ve Fıkhi Açından Tahlili. *İslam Hukuku Araştırmaları Dergisi*, 60, 141-155.
- Fındık, M. (2020). *Bir Finansman Ürünü Olarak Sukuk: Yapısı, İşleyişi, Dünya ve Türkiye Piyasası İçin Öneriler*. İstanbul Kültür Üniversitesi.
- Güçlü, A. (2014). *Alternatif Bir Finansman Kaynağı Olarak Sukuk*. Hasan Kalyoncu Üniversitesi. Yüksek Lisans Tezi. <http://openaccess.hku.edu.tr/xmlui/handle/20.500.11782/1074>
- Güçlü, F. (2019). AAOIFI Faizsiz Finans Standartları ve Sermaye Piyasası Kurulu Mevzuatında Sukuk Düzenlemeleri. *Conference: II. Business and Organization Research International Conference (BOR)* (s. 1111). İzmir: Yaşar Üniversitesi.
- IIFM. (2020). *Sukuk Report 2020*. <https://www.iifm.net/wp-content/uploads/2020/09/IIFM-Sukuk-Report-9th-Edition.pdf> adresinden erişildi.
- Islamic Finance Development Indicator (2019). *ICD-REFINITIV Islamic Finance Development Report*. Kuala Lumpur: The Islamic Corporation for the Development of the Private Sector.
- ISRA (2016). *Islamic Financial System: Principles & Operations- 2nd Edition*. Kuala Lumpur: International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance.
- ISRA (2017). *Sukuk: Principles & Practices*. Kuala Lumpur: International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance.
- İSEDAK (2019). *İslam İşbirliği Teşkilatı Ekonomik ve Ticari İşbirliği Daimi Komitesi İslami Sermaye Piyasalarında Sukukun Rolü*. (M. Özdemir, Ed.). <https://sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2019/08/İsedak-İslami-Sermaye-Piyasalarında-Sukukun-Rolü.pdf> adresinden erişildi.
- Lackmann, B. G. (2015). Types of Sukuk (Islamic Bonds) and History of Japanese Company Issuance, 6(2), 1-20.
- Sahadan, A.M., Mohamad, N.N., and Zulkıplı, Z.H. (2015). *Case Study On Sukuk Ijarah Structure: Dubai, Qatar And Malaysia*. Selangor: International Islamic University Malaysia.

- Sümer, E. (2020). *Sukukun Dünyada ve Türkiye’de Gelişimi*. Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı.
- Tok, A. (2009). *İslami Finans Çerçevesinde Sukuk (İslami Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları ve Türkiye Açısından Değerlendirmeler*.
<https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/992>
- Ulusoy, A. ve Ela, M. (2018). Secondary Market of Sukuk: An Overview. *International Journal of Islamic Economics and Finance Studies*, 4(2), 17–32.
doi:10.25272/ijisef.452577

EXTENDED ABSTRACT

Sukuk represent an Islamic capital market instruments suited to the needs of governments and companies seeking large-scale financing. At the same time, *Sukuk* creates a convenient tool for Islamic banks, *takaful* companies and other institutions providing Islamic financial services to invest excess liquidity in long-term transactions. *Sukuk* can be defined from three different perspectives: linguistics, *fiqh* and Islamic finance. From a linguistic perspective, the term *sakk* is of Persian origin and means 'two things colliding with high impact'. It has also been stated that the meaning of *sakk* in Arabic literature is 'to strike'. (Adam and Smith, 2004).

Contrary to conventional bonds, structuring of *Sukuk* requires adherence to Islamic law of its underlying assets and structures in line with the principles of Islamic finance. Its essence therefore lies in the concept of monetizing the asset, commonly known as securitization, to convert the expected cash flows from the assets into returns for investors in the process of issuing *Sukuk*. Securitization thus enables illiquid assets to be converted into financial securities, issued in clippings, and made valuable/tradable, making them more attractive to investors. In this way, issuing smaller amounts of certificates, rather than obtaining financing from a single financier, allows a larger pool of investors to provide financing. Issuing *Sukuk* in international markets and foreign currencies can attract a wider investor base, including foreign investors (ISRA, 2017).

Thus, in general, *Sukuk* are 'theoretically similar' to asset-backed securities, but under traditional asset-backed securities, the underlying assets are only monetary receivables from interest-backed mortgages, credit cards, and other loans. The sale of conventional debt is unacceptable under Shariah rules, thus making traditional asset-backed securities Shariah non-compliant.

Sukuk has become an important instrument of Islamic capital markets, and increasing number of countries are taking supportive measures to facilitate

Sukuk issuance. Some of these measures include, adapting the legal and regulatory infrastructure to encourage the issuance of *Sukuk*, improving Shari'a rules, establishing a well-functioning clearing and payment system, and providing special tax incentives. These measures tend to motivate both investors and issuers to enter the *Sukuk* market.

Sukuk have become an integral part of the mainstream capital market and is an increasingly important source of capital to finance the development of the country's economy. As an alternative financial instrument, *Sukuk* have also become an important liquidity management tool for Islamic financial institutions. *Sukuk* are the most important pillar of the Islamic capital market. According to their technical characteristics, *Sukuk* can be classified in different ways. An important classification is based on the underlying Shariah contract. In this respect, *Sukuk* are divided into four main categories: sales-based, lease-based, partnership-based and agency-based *Sukuk*. Today, the dominant type of *Sukuk* is the sale-based *Sukuk* (ISRA, 2017).

Lease-based *Sukuk* (*Sukuk al-Ijarah*) is one of the most dominant and widely used structures for both domestic and international issuances. The main reason is the simplicity of issuance, its flexibility to adapt to more complex structures, therefore, it is preferred by various stakeholders, including issuers, investors and Islamic lawyers.

This study discusses the historical development, general characteristics, parties and functioning, and classification of *Sukuk* and examines the general framework, definition, features and importance of *Sukuk al-Ijarah* with a special focus on sale and leaseback (*Sukuk Ijarah Muntahiyah Bi Al-Tamlik*). Also the case of *Nakheel Sukuk*, which was the largest issue for the time it was issued and could not fulfill its obligations due to some shortfalls, is examined.

Nakheel Sukuk is the largest *Sukuk* issuance made until 2006. Dubai World *Nakheel* Company, owned by the United Arab Emirates, applied to Dubai Islamic Bank to create a new financing. Dubai World is the world's largest conglomerate. Dubai World has planned a *Sukuk* issuance to create a city twice the size of Hong Kong. According to this plan, with a city capable of hosting 1.5 million residents; it was planned to build a 75 km canal on the Dubai coast.

Due to its innovative nature and successful management *Nakheel Sukuk* has won many awards. However, this process changed with Dubai World's application to restructure its debts near the expiration of the *Sukuk* maturity. On 25 November 2009 the Government of Dubai declared that it is acting on behalf

of the Dubai Higher Financial Committee and announced that direct and indirect measures for the debt restructuring of Dubai World will come into effect immediately. As a result of the investigations, it was understood that Dubai World could not fulfill its obligations.

December 2009 dividend payments were delayed due to the 2008 Global Financial Crisis. Consequently, the company could not fulfill its guarantor, as the financial statements of Dubai World were badly affected due to the economic crisis in 2008.

According to the understanding of *Sukuk* investors the Dubai Government provided a guarantee Dubai World Company. However, in the *Sukuk* prospectus, it was clearly stated that Dubai World's debts and obligations does not bind the Dubai Government.

Consequently, since Dubai World has its own legal personality, the managers and employees should not be considered responsible. In the company law, it is clearly stated that the responsibility of the institutions is on the company, since they are legal entities.

UAE courts did not accept the claim of the parties. The statement of trust was found to be ambiguous as the concepts of trust and interest are not recognized by the UAE law. However, there is an agency statement made between Dubai World and *Sukuk* investors, where the subject of the contract was clearly stated. Although the agency statement was recognized by UAE law, the court did not accept this finding as an evidence.

Nakheel Sukuk's decision to restructure its liabilities as a result of near default shocked *Sukuk* markets around the world as it was the first billion-dollar and highly sought after *Sukuk* on the brink of default. *Sukuk* investors have worried that they may not be able to rely on the level of protection they hoped for. However, the actual default of the *Nakheel* was averted by the \$10 billion bailout package received from the Abu Dhabi Government in December 2009. This loan was used to return the principal amount to the *Sukuk* holders on the maturity date and the *Sukuk* was successfully redeemed accordingly.

Sukuk is the most important pillar of the Islamic capital market. According to its technical characteristics, *Sukuk* can be classified in different ways and is basically based on Shariah contracts. In this respect, *Sukuk* is divided into four main categories: sale-based, lease-based, partnership-based and agency-based. Lease-based *Sukuk*, also known as *Sukuk al-Ijarah*, is one of the most dominant and widely used structures for both domestic and international issuances. *Sukuk al-*

Ijarah is the securitization of a leased asset by issuing certificates representing the right of use or ownership of the asset. These certificates can be traded in the secondary markets. The case of *Nakheel Sukuk*, which we examined in this study, can be shown as an example of the issuance of *Sukuk*, where the legal regulations in the countries are not duly established. Therefore, the commercial laws of the countries should be upgraded and developed to include *Sukuk* contracts. As a result, in order for the *Sukuk* al-Ijarah to function successfully, the guarantor company must meet the necessary financial requirements. When the guarantor firm fails to fulfill its obligations, the issued *Sukuk* cannot fulfill its obligations too. Therefore, the financial data of the guarantor company should be reviewed periodically. It is crucial that *Sukuk* contracts are recognized by the legislations of the respective country.

ARAŞTIRMACILARIN KATKI ORANI

Araştırmacıların her birinin mevcut araştırmaya katkı oranı aşağıda belirtildiği gibidir.

Yazar 1'in araştırmaya katkı oranı %50, yazar 2'nin araştırmaya katkı oranı %50'dir.

Yazar 1: Araştırmanın tasarımı, modelin oluşturulması, yazım

Yazar 2: Literatür taraması, veri analizi, yazım.

ÇATIŞMA BEYANI

Araştırmada herhangi bir kişi ya da kurum ile finansal ya da kişisel yönden herhangi bir bağlantı bulunmamaktadır. Araştırmada çıkar çatışması bulunmamaktadır.

ARAŞTIRMANIN ETİK İZİNİ

Yapılan bu çalışmada “Yükseköğretim Kurumları Bilimsel Araştırma ve Yayın Etiği Yönergesi” kapsamında uyulması gerektiği belirtilen tüm kurallara uyulmuştur. Yönergenin ikinci bölümü olan “Bilimsel Araştırma ve Yayın Etiğine Aykırı Eylemler” başlığı altında belirtilen eylemlerden hiçbiri gerçekleştirilmemiştir..