

# Doğal ve Sosyal evreye Duyarlı Yatırımda Ortaklığa Dayalı Sukuk Modeli

Mehmet Sara\*  
Esmâ Karabulut\*\*

## Öz

İslam iktisadî anlayışında tüm paydaşların menfaatinin gözetilmesi, refahın adil dağılımı ve doğal çevreyi koruma temel esasları oluşturur. Bu anlayışın benimsenmesiyle sosyal amaçlara zarar vermeyen bir piyasa ekonomisi gerçekleştirilmiştir olur. İslami finansal kurumların işleyişinde ağırlıklı olarak yer alması gereken sözleşmelerin müşarake ve mudarabe olduğu sıklıkla ifade edilmektedir. İslami finansın, günümüzdeki egemen ekonomik kalkınma ve finans anlayışında da önemi ve gereği kabul edilen sürdürülebilirliğin iki temel unsuru olan yeşil yatırım ve iyi yönetişimi nasıl bünyesinde topladığını göstermek amacıyla bu çalışmada bir rüzgar enerjisi santrali finansmanı için Sürekli Müşareke'ye Dayalı Sukuk, Azalan Müşareke'ye Dayalı Sukuk, ve büyük payını Müşareke'nin, küçük payını İcare'nin oluşturduğu Hibrid Sukuk şeklinde üç alternatif kira sertifikası önerilmiştir. Ülke ve konjonktür şartlarındaki değişkenlik dikkate alınarak üç alternatif şeklinde geliştirilmiş bu modellerin nasıl çalışacağı, sağlayacağı faydalar ve bugünkü şartlarda uygulanmasındaki potansiyel zorluklarla çözümleri ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** İslami finans, Sosyal ve doğal çevreye saygılı yatırım, Yeşil sukuk, Ortaklığa dayalı sukuk.

**JEL Sınıflandırması:** Q5, G2, G32, M14, O16

## Abstract - Partnership Based Sukuk Model in Environmental and Social Investments

The stakeholder approach, just distribution of wealth and preservation of the environment are essential in Islamic economics. In short, a market economy that is not harmful for social goals is achieved through Islamic understanding. One of the fundamentals of Islamic finance is adopting the profit and loss sharing-based financial tools. That is why that the musharakah and mudarabah are the two essential contracts that Islamic financial institutions should focus on. In order to show how green investment and good governance, two essential elements of sustainability of which the importance and necessity have been accepted by today's dominant economic development and financing manner are inherent in Islamic finance, three sukuk models, namely "Continuous Musharakah-Based Sukuk", "Diminishing Musharakah-Based Sukuk" and "Hybrid Sukuk" of which the major portion consists of Musharakah and minor portion consists of İjarah" are proposed in this study for financing a wind power plant. The rationale behind proposing three alternative models is to consider the variability of the conditions in the country and business cycles. Modus operandies and benefits of the models are explained in detail along with the prospective difficulties in the implementation and solutions.

**Keywords:** Islamic finance, Socially respective investing, Environmental investment, Green sukuk, Partnership-based sukuk.

**JEL Classification:** Q5, G2, G32, M14, O16

\* Sorumlu Yazar, İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, İşletme Bölümü - E-posta: mehmet.sarac@istanbul.edu.tr - ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-7502-3328>

\*\* Türkiye Emlak Katılım Bankası A.Ş., Yatırım Bankacılığı ve Yatırımcı İlişkileri Müdürü - E-posta: esma.karabulut@emlakkatilim.com.tr - ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-8707-6857>

Makale Gönderim: 15.01.2021 Makale Kabul: 11.04.2021 DOI: <http://dx.doi.org/10.46520/bddkdergisi.986627>

## 1. Giriş

İslam iktisadı ve finansının temel esaslarından biri, ekonomik, sosyal ve çevresel faydanın birlikte var olma özelliğidir. Daha açık bir ifadeyle bunlar birbirlerini ikame eden, birbirlerini dışlayan kavramlar değildir. İktisadi faaliyet girişimci ve sermaye için meşru bir amaç ve sonuç olarak kârı hedeflerken, aynı zamanda tüm paydaşların menfaatinin gözetilmesi, çevrenin korunması, refahın adil dağılımı ve infak işlevini yerine getirir, kısacası sosyal amaçlara zarar vermeyen bir piyasa ekonomisi gerçekleştirilmiş olur. Bu iktisadi sistemi egemen kılanın en temel ve acil yolu, kullanılacak finansal araçlar, ürünler ve yapılarıdır. İslami finanstaki temel esaslardan biri faizi dışlamak kadar finansman ve yatırım araçlarında olabildiğince kazanç paylaşımı esaslı olmasıdır. Bu nedenle İslami finans sisteminde öne çıkarılan sözleşmeler müşareke ve mudarebedir. İdealde ağırlığın bu anlayışa dayalı araçlarda olması gerekirken, bilhassa 1970'lerden sonra daha çok murabahaya dayalı araçlar ve işlemler egemen olmuştur. Bu durum da İslami finansın faiz oranlarına bağımlılığını artırmıştır.

Bu çalışma, ortaklığa dayalı modellerin, bugün "etki yatırımı", "yeşil yatırım" ve en genel adlandırmasıyla "ESG (çevreye ve sosyal yönetime saygılı)" şeklinde bilinen yatırımların finansmanında son derece etkin bir rol oynayabileceğini ortaya koymaktadır. Yatırımın doğrudan mevduat veya katılım hesabıyla değil bir menkul kıymet olan Sukukla finanse edilmesi de hem sermayenin tabana yayılması, hem de dinamizmin ve likidite imkanlarının artmasına vesile olacaktır.

Bu çalışmada önerilen modelde üç versiyon yer almaktadır: Sürekli Müşareke'ye Dayalı Sukuk, Azalan Müşareke'ye Dayalı Sukuk, ve büyük payını Müşareke'nin, küçük payını İcare'nin oluşturduğu Hibrid Sukuk. Üç sukuk yapısında projeden çıkış senaryosu, geri ödeme planı doğrultusunda, vade sonunda hisselerin tamamının devri ile gerçekleşecektir. Proje nakit akışının negatif olduğu yıllarda ilave sukuk ihracı ya da işbirliği yapılan firmadan sağlanan kira gelirlerinden fonlanma yapılacaktır. Eğer Müşarekeye Dayalı Sukuk tercih edilirse o zaman Projeden Çıkış Senaryosu, belirli bir tarihte şirketin değerlemesi yapılarak hisselerin devri ile gerçekleşecektir. Çıkış yapılamıyorsa ortaklık devam edecektir. Proje nakit akışının negatif olduğu yıllarda Katılım Bankası ve işbirliği yaptığı firma hisseleri oranında özkaynak aktaracaktır. İcare Sukuk'un da yer aldığı Hibrid modeldeki düşünce ise proje henüz kâr elde etmediği ilk yıllarda yatırımcının nakit akımı beklentisini kira gelirlerinden sağlamaktır. Bu tür bir finansal araç için başlıca kurumsal yatırımcılar Kalkınma Ajansları, Katılım Bankaları, Girişim Sermayesi Yatırım Fonları ve Avrupa Kalkınma ve İmar Bankası (EBRD) gibi kurumlar olabilir.

## 2. Çevreye ve Sosyal Yönetişime Saygılı Finansmanı Temsil Eden Kavram: Yeşil Finansman

### 2.1. Yeşil Tahvilin Doğuşu ve Gelişmesi

Küresel ısınma, iklim değişikliği, düşük karbon ekonomisi ve sürdürülebilirlik gibi konular özellikle Covid-19'un ülkeler üzerindeki tahrip edici etkisinden sonra daha da önem kazanmaya başlamıştır. Ülkeler geçmişten bugüne kalkınma politikalarını daha çevreci bir politika ile revize ederken, yeşil yatırımları finanse edecek inovatif ürünler geliştirmeye başlamıştır. Bu minvalde ilk defa 2007 yılında Avrupa Yatırım Bankası tarafından İklim Farkındalık Tahvili (Climate Awareness Bond); sonrasında 2008 yılında Dünya Bankası tarafından, iklim değişikliği ile mücadele ve farkındalık kapsamında, ilk 'Yeşil Tahvil' piyasaya ihraç edilmiştir. Yeşil tahvil ihracından elde edilen arz geliri düşük karbonlu ekonomi için belirli yeşil projelerde/yatırımlarda kullanılmıştır (MIFC, 2017). Söz konusu ihraç, çevreye duyarlı politikalar benimseyen yatırımcılar tarafından da olumlu karşılanınca Kalkınma Bankaları, Yerel yönetimler ve özel sektörün de yeşil tahvil piyasasına girmesiyle beraber global yeşil tahvil ihraçları 2019 yılında 271 milyar dolarlık hacme ulaşmıştır (Climate Bonds, 2020).

Başlangıç aşamasında yeşil tahvil tanımının olmayışı ve standardizasyon eksikliği sektörün gelişmesinin önündeki en önemli engellerdendi. Uluslararası Sermaye Piyasaları Birliği'nin (The International Capital Market Association -ICMA) tanımına göre yeşil tahviller, çevre ve iklim dostu projelerin finansmanını veya refinansmanını sağlamak amacıyla yeşil tahvilin dört temel ilkesi ile çıkartılan borçlanma araçlarıdır. ICMA'nın (2018) benimsemiş olduğu yeşil tahvilin dört temel ilkesi aşağıdaki gibidir:

Arz Gelirinin Çevre Dostu Alanlarda Kullanımı: Yeşil tahvil ihracından gelen arz bedeli sürdürülebilir ve yenilenebilir enerji üretimi, düşük karbon emisyonlu projeler, çevre kirliliğini önleyen ve kontrol altına alan yatırımlar, temiz ulaşım, atıksu yönetimi gibi çevre dostu projelerde kullanılmalıdır. Yeşil tahvil ihracı yoluyla fonlanan yeşil yatırımın nitelik ve nicelik olarak çevreye olan etkisinin yeşil tahvil izahnamesinde net ve şeffaf bir şekilde ifade edilmesi gerekmektedir.

Proje Değerlendirme ve Seçim Süreci: Yeşil tahvil ihracından gelen arz bedeli ile finansmanı yapılacak projelerin yeşil proje kategorilerinden hangisine uyduğunu belirleyip, ihracın çevresel etkilerinin sürdürülebilirlik kapsamındaki etkileri net bir şekilde belirtilmelidir. Yatırımcılar, yeşil yatırımların yanı sıra firmaların çevresel sürdürülebilirlik hususundaki kararlılığını da görmek isterler. Bu nedenle söz konusu ilke, yeşil tahvil ihracı gerçekleştiren firmaların aynı zamanda çevresel sürdürülebilirlik politika-

larının ve stratejilerinin de şirket içerisinde süreklilik arz etmesini teşvik etmektedir.

**Yeşil Tahvil Gelirlerinin Yönetimi:** Yeşil tahvil ihracından sağlanan arz gelirinin yeşil yatırımlarda kullanılması ve gelirlerin ayrı hesaplarda takibi önem arz etmektedir. Gelirlerin yeşil alanlarda kullanımına ilişkin bağımsız denetçi raporunun hazırlanması şeffaflığın sağlanması ve güven tesisi adına önem arz etmektedir. Böylece ihraççı kurumların çevreci olmayan projeleri finanse etmelerinin (greenwashing) de önüne geçilmektedir.

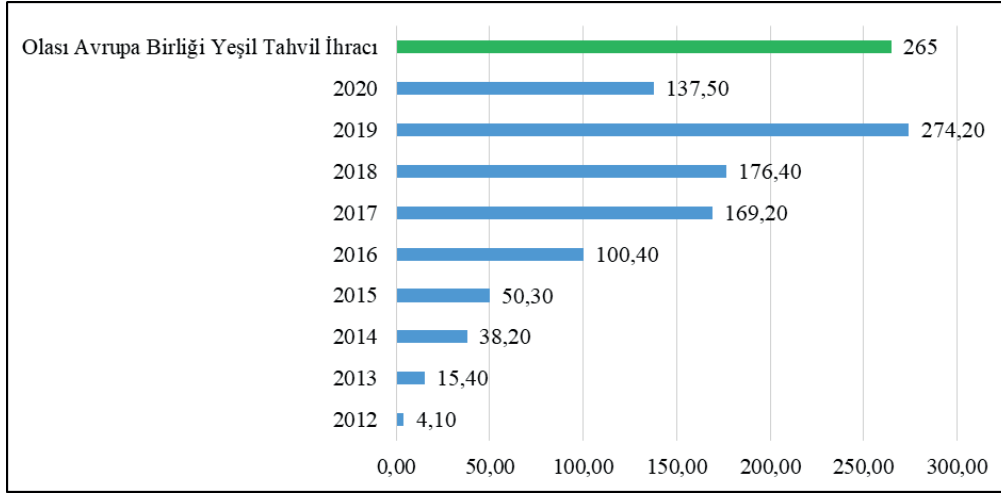
**Etki Raporlaması:** Yeşil tahvil ihracından sağlanan gelirlerin kullanım detaylarının, çevreye olan nicel ve nitel etkilerinin en az yılda bir kez raporlanıp, gözden geçirilmesi gerekmektedir. Etki Raporlaması bağımsız bir değerlendirme kuruluşu tarafından belirli periyotlarda raporlanmalıdır. Özellikle çevreye duyarlı kurumsal yatırımcılar yatırım yaptıkları yeşil tahvillerin çevreye olan somut etkilerini, fon yönetim politikası gereği görmek isterler.

Yeşil tahvil piyasasında standardizasyon, güven ve şeffaflık sağlanması adına, bir takım gönüllülük esasına dayalı uygulamalar pazarda gelişmiştir. Birçok ülke yerel sürdürülebilir finans kapsamında yeşil tahviller için standartlar belirleme yoluna gitmiştir. Bunlardan en çok bilinenleri ICMA tarafından hazırlanan ve genel kabul gören yeşil tahvil standartlarıdır. Bunun yanı sıra tahvil piyasasının sürdürülebilir kalkınmadaki rolü üzerine yoğun çalışmalar yapan İklim Tahvili Girişimi de (Climate Bond Initiative – CBI) yeşil tahvil standartlarına uyum sağlayan kurumlara yeşil sertifika vermektedir. CBI'nın yeşil tahvil standartları ICMA'ya göre daha katıdır. CBI, yeşil tahvil ihracının öncesi ve sonrasında yeşil yatırımların kontrolü ve çevresel etkilerinin raporlaması adına bağımsız denetim kurumlarından teyit istemektedir (Özer, 2017).

2019'da başlayan Covid-19'un ülkeler üzerinde bıraktığı büyük ekonomik tahribatın etkisiyle ülkeler sürdürülebilir kalkınma hedeflerine odaklanarak yeşil yatırımların artırılmasına yönelik kapsamlı çalışmalara hız vermiştir. Bu minvalde Avrupa Birliği, düşük karbon ekonomisi, iklim krizi ve sürdürülebilir büyüme konularında yol haritası olan Yeşil Mutabakat (EU Green Deal) kapsamında, 2050 yılındaki sıfır emisyon hedefine ulaşabilmek için 2030 yılına kadar sera gazı emisyonunu düşürme yönünde %55 daha fazla çaba göstereceğini açıklamıştır. Ayrıca son 20 yılın en büyük finansal kriziyle karşılaşan Avrupa Birliği koronavirüs pandemisinden en çok etkilenen ülkeleri kurtarmak adına çoğunluğu hibe ve kalanı düşük faizli kullanılacak 750 milyar EUR değerinde bir kurtarma paketi açıklamıştır. Söz konusu paketin yaklaşık 225 milyar EUR değerindeki kısmı ile yeşil tahvil ihraç edilecektir (Ainger ve Pornina, 2020). Söz konusu kararın yeşil yatırımları hızlandırıp, yeşil tahvil piyasasına büyük bir hareketlilik

katacağı düşünülmektedir. Bu minvalde Avrupa Birliği ülkeleri yeşil tahvil ihracı için planlarını hızlandırmıştır.

### Grafik 1: Global Yeşil Tahvil İhracı



Kaynak: EU to Sell 225 Billion Euros of Green Bonds to Fund Recovery, 2020.

Avrupa Birliği, Adil Geçiş Mekanizması (The Just Transition Mechanism) ile 2050 yılında iklim nötr ekonomiye geçiş planının kimseye zarar vermeyecek şekilde adil bir biçimde yürütüleceğini açıklamıştır. Bu minvalde, ilk etapta 7.5 milyar Euro değerinde fon alacak Adil Geçiş Fonu üzerinden iklim krizinden en çok hasar alan ve finansal destek ihtiyacı olan bölgelere yardım edilecek olup, iklim nötr ekonomiye geçişin sosyo-ekonomik tahribatı da en aza indirgenmeye çalışılacaktır (European Commission, 2020).

Global yeşil tahvil ihracı 2019 yılında, 2018'e kıyasla %51 büyüyerek, yaklaşık 258 milyar dolara erişmiştir. Yeşil tahvil ihrac haciminin %45'i Avrupa, %25'i Asya Pasifik ve % 23'ünü de Kuzey Amerika domine etmektedir. Yeşil sukuk ihracı ise 2019 yılında 3.5 milyar dolara ulaşmıştır (Climate Bonds, 2020). Haziran 2020 itibarıyla de global olarak piyasada 6.1 milyar dolar değerinde yeşil sukuk bulunmaktadır (Mardi vd., 2020).

## 2.2. Yeşil Sukuk

Bilindiği üzere finans sisteminde tahvilin işlevini görecektir ancak İslami finans ilkele-  
rine uygun finansman ve yatırım aracı arayışı, özellikle 1970'ler sonrasında bugünkü  
anlamdaki sukuk piyasasını ortaya çıkarmıştır. Yeşil tahvil piyasasının büyümesine  
paralel olarak yeşil sukuk piyasasına giriş yapmak adına ilk çalışmalar 2014 yılında  
Malezya'nın Sürdürülebilir ve Sorumlu Yatırım (Sustainable and Responsible Invest-  
ment - SRI) girişimlerinin sürdürülebilir kalkınma hedefleri doğrultusunda, finanse  
edilmesi adına oluşturulan SRI Sukuk Çerçevesi ile başlamıştır. Malezya, İslami finan-  
sın işleyişi ve amacıyla birebir örtüşen SRI Sukuk'un piyasada yaygınlaşması adına  
2016 yılında vergi teşvikleri getirmiştir. Özellikle Güneydoğu Asya'daki fon yönetici-  
lerinin çevre dostu yatırım enstrümanı arayışları doğrultusunda, Malezya'daki düzen-  
leyici kuruluşlar, Bank Negara Malaysia (Merkez Bankası) ve Securities Commission  
Malaysia (Sermaye Piyasası Kurulu), çevre dostu yatırım aracı olarak yeşil tahvilin İsla-  
mi kurallara uyumlu mukabili olarak yeşil sukuk için bir takım çalışmalar başlatmışlar.  
Ardından 2017 yılında SRI fonlara getirilen vergi teşviklerinin ardından Malezya'daki  
Tadau Energy firması, 50 megawattlık bir güneş enerjisi santralini finansmanını sağ-  
lamak üzere, 2-16 yıl arasında toplam 250 milyon MYR değerindeki ilk yeşil sukuk  
ihracını gerçekleştirmiştir. Akabinde Malezya'da üç büyük fotovoltaik santralin inşa-  
atı için Quantum Solar Park tarafından 1 milyar MYR değerinde SRI yeşil sukuk ihracı  
gerçekleştirilmiştir (COMCEC, 2018). Mart 2018'de ise Endonezya Maliye Bakanlığı,  
sürdürülebilir kalkınma hedefleri doğrultusunda, 1.25 milyar dolar değerinde 5 yıl  
vadeli ilk devlet yeşil sukuk ihracını gerçekleştirmiştir. Yeşil sukuk ihracı hem konvan-  
siyonel hem de İslami fonlara hitap ettiği için, söz konusu ihraç geniş bir yatırımcı  
kütlesine hitap ederek başarılı bir şekilde talep fazlasıyla tamamlanmıştır. Yeşil sukuk  
ihracı wakala (vekale) sukuk yapısı altında yapılandırılmış olup, ihraç tutarının %51'lik  
kısmında devlete ait bina ve arsalar dayanak varlık olarak kullanılmıştır. Endonezya  
hükümeti, yeşil sukuk gelirlerinin uygulamada çevre dostu alanlarda kullanılmasına  
yönelik şeffaflık sağlamak adına ihraç sonrası oluşturulacak etki raporu konusunda  
Dünya Bankası'ndan teknik destek almaktadır (Haneef, 2018).

Yeşil sukuk pazarında Endonezya liderliğini korumakta olup, İslam Kalkınma Ban-  
kası da 2019 yılında 1 milyar EUR değerindeki ilk yeşil sukuk ihracı ile piyasaya giriş  
yapmıştır. Yeşil sukuk ihracından gelen bedel, iklim değişikliği ile mücadele ve yeşil  
projelerin finansmanı noktasında 57 üye ülkeye kullanılacaktır. Finanse edilecek  
yeşil projeler; yenilenebilir enerji, temiz ulaşım, atık su yönetimi, çevre kirliliğini kont-  
rol etme ve engelleme gibi alanlarda çevre dostu alanlarda olacaktır. Yoğun bir ilgi  
ve talep gören yeşil sukukun yıllık getiri oranı %0.037 gibi çok düşük bir oranda belir-

lenmiştir. Yeşil sukuk ihracına katılan yatırımcıların %51'i Ortadoğu ve Kuzey Afrika, %38'i Avrupa, %6'sı Asya ve %5'i diğer ülkelerden oluşmaktadır (IsDB, 2019).

Yeşil tahvil ve sukuk pazarının büyümesini ve gelişmesini sağlamak üzere Malezya, Endonezya, Hong Kong, Singapur başta olmak üzere birçok ülkede bir takım teşvikler sağlanmaktadır. Yeşil sukuk veya tahvil ihraçlarının sabit maliyetleri geleneksel ihraçlara nazaran biraz daha külfetlidir. Yeşil sukuk/tahvil ihraçlarında, ihracın yeşil prensiplere uyumunu kontrol etmek üzere bağımsız değerlendirme kurumlarından alınan ikinci taraf görüş onayı, ihracın çevresel etkilerini raporlamak adına etki raporunun çıkartılması gibi bir takım ilave masrafların büyük bir çoğunluğu kısmi veya tam olarak söz konusu devletler tarafından, sürdürülebilir kalkınma hedefleri kapsamında karşılanmaktadır (Mardi vd., 2020).

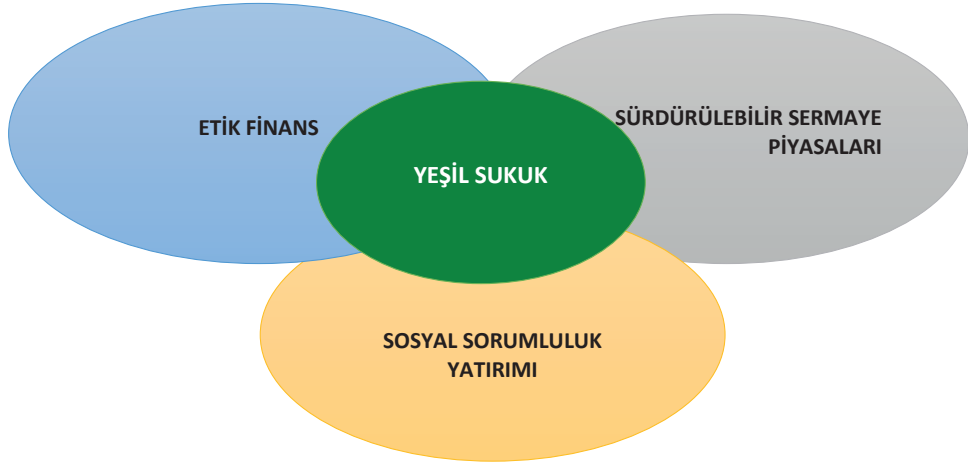
Yeşil sukuk, yeşil tahvilde olduğu gibi yeşil prensiplere ve standartlara uyum sağlayan bir sukuk türüdür. Yeşil sukuk ihracından sağlanan arz gelirleri yeni ve/veya mevcut yeşil alanlarda olumlu etkisi olan, iklim değişikliği konularını ve çevreyi korumayı amaçlayan inovatif ve İslami finans prensiplerine uygun bir finansman aracıdır.

Dünyanın her kesiminde genellikle büyük felaketler sonrası farkına varılan iklimi ve çevreyi koruma, aslında İslam'da açık bir dini bir vecibe olup, insanın temel sorumluluklarından. İslam anlayışına göre insan, yeryüzünün yaratıcısı ve mutlak hakimi olan Allah'ın (c.c.) halifesi olarak kendisine emanet edilmiş olan kainatı, gücü nispetinde korumakla yükümlüdür. Çevreyi korumanın yolu, en başta doğal işleyişin bozulmasını engellemek, felakete yol açacak eylemlerden kaçınmaktır. Kutsal kitabımız Kur'anı Kerim'de çevreyi ve doğayı korumaya yönelik birçok ayet, Hz. Muhammed'in (sav) sözleri ve fiilleri bulunmaktadır. Örneğin, aşağıdaki ayet-i kerime de görüldüğü üzere eko sistemdeki insan eliyle yapılan bozulmaya değinilmiştir.

"İnsanların kendi işledikleri (kötülükler) sebebiyle karada ve denizde bozulma ortaya çıkmıştır. Dönmeleri için Allah, yaptıklarının bazı (kötü) sonuçlarını (dünyada) onlara tattıracaktır." (Kur'an-ı Kerim, Rum Suresi 30/41).

Yeşil sukukun tematik yönü, çevresel koruma, sosyal çevre koruması ve israfın önlenmesi gibi İslam'ın temel ilkelerine dayandığı için özü itibarıyla bu yönleriyle İslami finansa oldukça uygun bir finansal araçtır. Önümüzdeki yıllarda, çevre ile mücadele kapsamında artan farkındalığa binaen, 2 trilyon dolarlık İslami finans sektörünün önemli bir enstrümanı olarak karşımıza çıkabilecektir.

**Şekil 1: Etik Finans, Sürdürülebilir Finansal Piyasalar ve Sosyal Sorumluluk Yatırımlarını Temsil eden bir araç olarak Yeşil Sukuk.**



Kaynak: Green Sukuk, Energy Poverty, and Climate Change A Roadmap for Sub-Saharan Africa, 2018, syf: 20.

### 2.2.1. Yeşil Sukukun Avantajları

Sanayileşme ve artan nüfus ile beraber enerji ihtiyacının katlanarak artması yenilenebilir enerji kaynaklarının kullanımını artırmıştır. İklim değişikliğinin yol açtığı kuraklık, sel, deprem gibi doğal afetlerin ülkelere olan faturası da her geçen gün artmaktadır. Bu minvalde yeşil yatırımların finanse edilmesindeki inovatif yeşil tahvil ve yeşil sukuk ihraçları da daha önem kazanmıştır.

Yeşil sukuk, özü itibari ile İslami finansla uyumlu olduğu için hem yeşil hem de sosyal çevreye temas ederek ülkelere birçok avantaj sunmaktadır:

- Sukuk, tahvile göre daha fazla ortaklığa dayalı bir menkulleştirme imkanına sahip olması dolayısıyla küresel borcun büyütülmesinden çok daha katılımcı ve paylaşımcı bir finansal sistemin oluşmasına yardımcı olur.
- Yeşil sukuk, yeşil tahvile kıyasla, daha geniş bir yatırımcı tabanına hitap etmektedir. Yeşil tahvil ihracına sadece konvansiyonel yatırımcılar katılırken; yeşil sukuk ihracına hem konvansiyonel hem de İslami yatırımcılar iştirak etmektedir. Bu durum, yüksek talep karşısında yeşil sukuk ihracının maliyetini de aşağı çekmektedir. Örneğin; İslam Kalkınma Bankası'nın 2019 yılında ihraç ettiği 1 milyar EUR değerindeki yeşil sukuk ihracının %38'i Avrupa'daki ağır-



lıklı olarak konvansiyonel yatırımcılara satılmıştır. Gelen fazla talep fiyatlamayı aşağı yönde baskılayarak, ihracın başarılı ve uygun bir maliyetle gerçekleşmesine yardımcı olmuştur.

- Yeşil sukuk ihraç eden kurumlar/ülkeler çevresel farkındalığa temas ettikleri için sosyal sorumluluk kapsamında söz konusu kurumların/ülkelerin piyasadaki marka değerleri pozitif etkilenmektedir.
- Birçok yatırımcı ve İslami danışma kurulları, geleneksel olarak piyasada ihraç edilen vekalet ve murabaha gibi finansal varlık temelli sukukun arkasındaki dayanak varlıkların ve toplanan fonların yatırımlardaki kullanımının şeffaflıktan uzak bir şekilde raporlanmasına ve takibine ilişkin olumsuz eleştiri yapmaktadır. Yeşil sukuk ihracında ise ihraçtan elde edilen gelirlerin kullanımı ve ihraç sonrası çevresel etkilerinin bağımsız bir değerlendirme kuruluşu tarafından raporlanması ve ihraca yeşil sertifika verilmesi yatırımcı nezdinde güven tesis etmektedir. Bu durum, yatırımcıların dayanak varlıklar üzerindeki kontrolünü sağlamaktadır. Bu anlamda, yeşil sukuk diğer sukuk türlerine göre, etkilerinin nicel ve nitel olarak raporlanması bakımından yatırımcı güvenini kazanmaktadır.

### 2.2.2. Yeşil Sukukun Tematik Kategorileri

Yeşil sukuk, yapısı itibariyle sürdürülebilir sukukun şemsiyesi altında ihraç edilen bir sukuk çeşitidir. Kullanım yöntemine göre çok farklı temalarda sukuk ihraçları da bulunmaktadır (Mardi vd., 2020):

Yeşil: pozitif çevre etkisi

Mavi: deniz ve okyanus temelli pozitif çevre etkisi

Sosyal: pozitif sosyal etkisi

Sürdürülebilir Gelişim Hedefleri (Sustainable Development Goals-SDG): Sürdürülebilir Gelişim Hedefleriyle uyumlu etki

Sürdürülebilir ve Sorumlu Yatırım: yeşil, sosyal, sürdürülebilir ve SDG

## 3. Ortaklığa Dayalı Sukukun Tanımı ve Özellikleri

Bilindiği gibi sukukun daha çok borçlanma aracını andıran tahvil benzeri modellerinden başka, daha çok ortaklık aracını andıran hisse benzeri modelleri de vardır. Esasında İslami finansın ideali ortaklık esaslı sukuklara ağırlık vermek olmasına mukabil,

tahvilin egemen olduğu konvansiyonel finansla rekabet edebilmek için dünyada da, Türkiye’de de borçlanmaya benzer modellerin çok daha yaygın olarak uygulandığı gör÷lmektedir.

Ortaklığa dayalı sukuk, bir ortaklık sözleşmesi çatısı altında sukuk ihracından gelen bedellerle ortaklığa konu olan faizsiz finans standartlarına uygun bir projeyi gerçekleştirmek veya mevcut projenin geliştirilmesini sağlamak ya da herhangi bir iktisadi faaliyeti fonlamak üzere ihraç edilen eşit değerli sertifikalardır(AAOIFI, 2015: 463). Söz konusu sukuka yatırım yapanlar ortak girişime konu varlık ve/veya haklar üzerinde payları nispetinde maliktirler ve hak sahibidirler. Ortaklığa dayalı sukuk özelliklerine göre farklı yapılarda olabilmekte olup, temel olarak ikiye ayrılmaktadır. Taraflarının tamamının ortak girişime sermaye koyduğu sözleşme müşareke olarak adlandırılırken; bir tarafın sermaye diğer tarafın kişisel emeğini koyduğu sözleşme mudarebe olarak adlandırılmaktadır (AAOIFI, 2015: 468).

### 3.1. Mudarebe Sukuk Tanımı ve Özellikleri

Mudarebe akdine dayalı sukuk, ortaklardan birinin (rabbü’l-mal) sermaye, diğerinin veya üçüncü bir tarafın (mudarib) emek sahibi veya girişimci olarak yer aldığı İslami finans prensiplerine uygun projeleri veya iktisadi faaliyetleri temsil eden ortaklık sertifikalardır (AAOIFI, 2015: 463). Söz konusu sukuk modelinde elinde sermayesi olup işletme imkanı ve/veya yeterliliği olmayan sermayedar ile bir yatırım projesini veya girişimi hayata geçirmek için sermayeye ihtiyaç duyan müteşebbis bir araya gelmektedir.

Mudarebe akdi temelde kayıtsız/mutlak mudarebe ve kayıtlı/mukayyed mudarebe olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Mutlak mudarebede sermaye sahibi hiçbir şart ve sınır belirtmeden emek sahibi ile en başta anlamış olduğu kâr paylaşım oranı üzerinden projeyi/girişimi emek sahibine işletmesi için teslim eder. Sermayedar, emek sahibinin tecrübe ve uzmanlığına güvendiği için sermayenin işletilmesi hususunda emek sahibine en geniş yetkiyi vermektedir (AAOIFI, 2015: 368). Örneğin; günümüzde katılım bankaları tasarruf sahiplerinden toplamış oldukları fonları faizsiz finans prensiplerine uygun olarak murabaha, finansal kiralama, kâr zarar ortaklığı gibi işlemlerde değerlendirmektedir. Katılım bankaları mudarib vasfıyla sermaye sahiplerinin tasarruflarını mutlak mudarebe çerçevesinde işletmekte ve elde edilen kârı, baştan anlaşılan kâr payı oranı üzerinden, sermaye sahiplerine dağıtmaktadırlar.

Mukayyed mudarebede ise sermaye sahibi emek sahibine sermayenin işletilmesi hususunda ticaret türü, mekan, zaman gibi bir takım konularda sınırlama ve/veya

şart getirmektedir. Örneğin; belirli firmalarla çalışılmaması, sermayenin sadece Türkiye sınırlarında işletilmesi, niteliği tanımlanmış belirli malların ticaretinin yapılması gibi konularda sermaye sahibi emek sahibine sınır koyabilmektedir (Çelik, 2017).

Mudabere sukukun İslami finans prensiplerine uygun olarak ihraç edilebilmesi için bir takım özellikler taşıması gerekmektedir. Bu özellikleri aşağıdaki gibi sıralayabiliriz (AAOIFI, 2015: 368-373):

- Taraflar arasında imzalanacak mudarebe sözleşmesinde ve sukuk ihracına konu işlem dokümanlarında tüm gerekli bilgiler kapsamlı olarak yer almalıdır. Öncelikle mudarebe akdinin kayıtsız/mutlak mudarebe veya kayıtlı/mukayyed mudarebe olup olmadığının netleştirilmesi gerekmektedir. Ortak girişimin detayları, herhangi bir belirsizliğe ve ihtilafa yol açmayacak şekilde, kapsamlı olarak çıkartılmalı ve sermayenin faizsiz finans prensipleri doğrultusunda işletilmesi hususunda gerekli hassasiyet gösterilmelidir.
- Ortak girişimin/projenin sermaye şirketi olarak yapılandırıldığı sukuk ihraçlarında taraflar arasında detayları kapsamlı olarak belirlenen hususlara (örneğin kâr paylaşım oranı, kayıtlı/kayıtsız mudarebe detayları vs) şirket esas sözleşmesinde de yer verilmesi gerekmektedir.
- Ortak girişime konulacak sermayenin nakdi ve/veya aynı sermaye olup olması hususu netleştirilmelidir.
- Mudarebe sukukun süreli veya süresiz olup olmayacağı belirlenmelidir.
- Her iki tarafın da mutabık kalması şartıyla sukuk ihracının en başında taraflar arasında belirlenen kâr paylaşım oranları belirli tarihlerde değiştirilebilir. Ortak girişimin sermaye şirketi olarak yapılandırıldığı sukuk ihraçlarında ise kâr paylaşım oranlarındaki değişikliğin ayrıca esas sözleşmede revize edilmesi gerekmektedir. Kâr dağıtım tutarı belirli bir tutar veya sermayenin belirli bir oranı şeklinde belirlenmemelidir. Kâr dağıtılırken oluşacak kârdan şayi hisseli olacak şekilde bir oran belirlenmesi gerekmektedir.
- Ortak girişimden sağlanan kâr, kâr paylaşım oranları üzerinden taraflar arasında belirli periyotlarda dağıtılırken; projeden zarar edilmesi durumunda sermayedar projeye yatırmış olduğu sermayesi nispetinde zarar edecektir.
- Sermayenin üzerinde elde edilen gelir taraflar arasında üzerinde anlaşılan kâr paylaşım oranına göre paylaşılır. Zarar edilmesi durumunda ise tek zararlı çıkacak taraf sermayedar olacaktır. Eğer emek sahibinin kasıt, kusur, söz-

leşme ihlali gibi nedenlerle ortak girişime zarar verdiği tespit edilirse, sukuk ihracı öncesinde alınan teminatlar yatırımcıların zararını tazmin etmek üzere kullanılır.

- Emek sahibinin kasıt, kusur veya mudarebe akdini ihlal edecek kötü niyetli davranışlarından ötürü yatırımcıların zararını tazmin etmek üzere emek sahibinden teminat istenip istenmeyeceği hususu ve istenecekse de teminatın detayları belirlenmelidir.
- Ortak girişimin yönetimi emek sahibinin atayacağı başka bir kişi tarafından da gerçekleştirilebilir.
- Mudarebe sukukta ortaklar sermaye ve/veya kâr üzerinde herhangi bir garanti veremezler; ancak kasıt veya kusur dışındaki hallerde mudarebe sukuka konu sözleşmelerden bağımsız ayrı bir garanti sözleşmesi ile üçüncü bir taraf sukuk ihracının getirisine ve/veya sermayesine garantör olabilir. Üçüncü taraf bu garantörlük ilişkisinden dolayı anaparayı tazmin sorumluluğunu karşılıksız (teberru) olarak, yani ortaklara rücu etmeksizin üstlenmesi gerekmektedir (AAOIFI, 2015: 145).

### 3.2. Müşareke Sukuk Tanımı ve Özellikleri

Sermaye ortaklığı olarak bilinen müşareke, iki veya daha fazla şahsın belirli bir projeye sermaye koyarak birlikte iş yapmak ve bu iş neticesinde oluşacak kâr veya zararı paylaşmak üzere kurdukları ortaklıktır (Bayındır, 2005). Müşareke sukuk ise müşareke akdi altında İslami finans prensiplerine uygun bir projeyi gerçekleştirmek veya mevcut bir projeyi geliştirmek veya iktisadi bir faaliyeti hayata geçirmek amacıyla birbirine eşit değerde ihraç edilen sukuk çeşididir. Müşareke sukuku satın alan yatırımcılar söz konusu projeye veya ticari faaliyete payları nispetinde malik olurlar. Mudarebe sukuka nazaran müşareke sukukta tarafların her biri şirkete sermaye koymaktadır. Projeden elde edilen kâr, başta anlaşılan kâr paylaşım oranı üzerinden, taraflar arasında paylaşılırken; zarar edilmesi durumunda taraflar sermaye nispetinde zarara katlanırlar (Sairally vd., 2017: 348-352).

Müşareke yönteminin türleri farklı olmakla birlikte temelde 'sabit müşareke (constant musharaka)' ve 'azalan müşareke (diminishing musharaka)' olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Sabit müşareke, iki veya daha fazla tarafın kârlı olması beklenen bir projeyi veya iktisadi bir faaliyeti gerçekleştirmek üzere kâr-zarar prensibine göre bir araya gelerek kurdukları ortaklıktır. Ortaklık süreli olabileceği gibi süresiz de olabilmektedir. Azalan ortaklıkta ise müşareke akdinde yer alan taraflardan biri diğer

tarafın hisselerini belirli bir süre boyunca peyderpey satın almayı taahhüt etmekte ve belirli bir sürenin sonunda müşareke akdine konu ortaklık projesinin tamamına malik olmaktadır. Genelde azalan ortaklıkta finansman ihtiyacı olan ortak, ihtiyaç duyulan finansmanı temin ettikten sonra peyderpey ortaklığın tamamına malik olmayı hedefler (Akyüz, 2018).

Mudarebe sukukta olduğu gibi müşareke sukukun da İslami finans prensiplerine uygun olarak ihraç edilebilmesi için bir takım özellikler taşıması gerekmektedir. Bu özelliklerden bazıları mudarebe sukukla benzerlik gösterirken ayrıştığı yönler de bulunmaktadır:

- Müşareke sukuka konu taraflar arasında imzalanacak müşareke akdinde ve sukuk ihracına konu işlem dokümanlarında gerekli tüm bilgiler kapsamlı olarak yer almalıdır. Ortakların bütün sorumluluk ve hakları, sözleşme ihlali durumunda yapılacaklar, sermayenin nakdi ve/veya ayni olup olmaması, kâr paylaşım oranları, ortaklığın süreli veya süresiz olması gibi hususların tamamına, taraflar arasında ihtilafa yol açmayacak şekilde, işlem dokümanlarında yer verilmesi gerekmektedir (AAOIFI, 2015: 471).
- Müşareke sukukta tarafların ortaklıktaki kâr paylaşım oranları sukuk ihracından önce belli olmalıdır, yani akit sonrasına bırakılmaması gerekir. Aksi takdirde, akit garar (belirsizlik) ihtiva edeceğinden meşru olmaz (AAOIFI, 2015: 971). Ortak girişimin/projenin sermaye şirketi olarak yapılandırıldığı sukuk ihraçlarında ise kâr paylaşım oranlarına şirketin esas sözleşmesinde de yer verilmesi gerekmektedir. Ortaklar belirli periyotlarda, üzerinde mutabık kalmak şartıyla, kâr paylaşım oranlarını değiştirebilirler. Kâr paylaşım oranlarındaki değişikliğin ayrıca esas sözleşmeye yansıtılması gerekmektedir (AAOIFI, 2015: 326).
- Ortak girişimden sağlanan kâr belirli periyotlarda kâr paylaşım oranlarına göre taraflar arasında dağıtılırken; projeden zarar edilmesi durumunda ortaklar projedeki sermaye/hisse oranı nispetinde zarar edecektir. Mudarebe sukukta sadece sermayedar zarar görürken; müşareke sukukta ortakların her biri sermaye koyduğu için her bir ortak sermaye nispetinde zarar edecektir.
- Ortaklar birbirinin vekili olacakları için bir vekilin taşıması gereken özellikleri kendilerinde barındırmaları gerekmektedir (Bayındır, 2005).
- Mudarebe sukukta olduğu gibi burada da taraflar arasındaki kâr dağıtım maktu değil nisbi (oransal) olmalıdır.

- Taraflardan herhangi birinin kasıt, kusur, sözleşme ihlali gibi nedenlerle ortaklığa zarar vermesi durumlarına karşılık taraflardan ayrıca bir teminat istenebilir. Alınan teminatlar, herhangi bir sözleşme ihlalinde, yatırımcıların zararını tazmin etmek üzere kullanılır. Bu kapsamda alınacak teminatların detayları taraflar arasında ihtilafa yol açmayacak şekilde sukuk ihracı öncesinde belirlenmelidir (AAOIFI, 2015: 127).
- Mudarebe sukukta olduğu üzere, müşareke sukuka konu sözleşmelerden bağımsız olarak ayrı bir garantörlük sözleşmesi ile üçüncü bir taraf, karşılıksız olarak, anaparayı tazmin sorumluluğunu üstlenebilir (AAOIFI, 2015: 133).
- Ortaklığa ait bakım ve sigorta gibi masraflar ortaklar tarafından ödenir. Söz konusu masrafların tek bir ortak tarafından ödenmesi ortaklık tabiatına aykırı olduğu için şart koşulmamalıdır (AAOIFI, 2015: 341).
- Mudarebe ve müşareke sukuk yapılarında tarafların üzerinde anlaşmış olduğu kâr beklenen kâr oranından yüksek olursa, tarafların rızası ile beklenen getiri oranının üzerindeki kâr tutarı ortaklardan birine verilebilir. Söz konusu ücret, teşvik ücreti (incentive fee) kapsamında, genelde ortak girişimde daha fazla emeği olan tarafa verilmektedir (Sairally et al., 2017).

### **Azalan Ortaklığa Dayalı Sukukun Özellikleri**

Ortaklardan birinin diğer ortakların hissesini payını tedrici olarak satın almasıyla ve belli bir sürenin sonunda ortaklığa konu projenin tamamına malik olmayı sağlayan azalan ortaklığa dayalı sukukun bir takım özellikler taşıması gerekmektedir.

- Azalan müşareke sukukta hisselerin peyderpey satın alınması şart koşulmamalıdır. Hisseleri satın alacak ortak, azalan müşareke sukuka konu sözleşmelerden bağımsız tek taraflı satın alma taahhüdü sözleşmesi ile hisseleri satın almalıdır. Bu durumda bağlayıcılık sadece vaatte bulunan ortak için geçerlidir. Kendisine vaatte bulunulan ortaklar bu hakkı kullanmama kararı da alabilir (AAOIFI, 2015: 341).
- Hisselerin satış bedeli güncel piyasa fiyatı olabileceği gibi tarafların üzerinde mutabık kaldıkları fiyat üzerinden de olabilir. Hisse satışlarının nominal değer üzerinden gerçekleşmesine ilişkin herhangi bir şart koşulmaması gerekmektedir (Akyüz, 2018).
- Ortaklardan biri hissesini belirli bir ücret karşılığı diğer ortağa/ortaklara icare akdi ile kiraya verebilir. Bu anlamda azalan ortaklığa dayalı sukuk kendi içerisinde birden fazla akit içeren mürekkebe bir yapıya dönüşmektedir.

- Azalan ortaklığa dayalı sukuk ilk başta mudarebe akdiyle de başlayabilir. Yani ortaklardan biri ortak girişime sadece emeğini koyar ve belirli periyotlarda diğer ortaktaki/ortaklardaki payları peyderpey satın alabilir. Böylece en başta kurulan mudarebe ilişkisi hisselerin satın alımıyla müşareke ilişkisine dönüşebilir.

Azalan müşareke sukuk daha çok alanında yeterli uzmanlık bilgisine ve deneyime sahip girişimcilerin faizsiz finansman yoluyla kaynak sorunlarını gidermeye yönelik bir sukuk çeşididir. Örneğin; sahip olduğu verimli bir arazi üzerine ticaret merkezi kurup işletmek isteyen bir inşaat firması azalan müşareke sukuku ihracıyla projesini finanse edecek kaynağı piyasadan temin etme yoluna gidebilir. Söz konusu ortaklıkta inşaat firması, mülkiyetinde bulunan arsasını kurulacak sermaye şirketine güncel ekspertiz değerinden aynı sermaye olarak devreder. VKŞ de sukuk ihracı yoluyla piyasadan temin etmiş olduğu fon ile söz konusu şirkete nakdi sermaye yatırır. Ticaret merkezinin kurulup işletilmesinden elde edilen kâr, başta anlaşılan kâr paylaşım oranı üzerinden taraflar arasında taksim edilir. Bu süre zarfında inşaat firması yatırımcıların VKŞ'deki hisselerini belirli periyotlarda peyderpey satın alır. Vade bitiminde ise hisselerin tamamını VKŞ'den satın alan inşaat firması, şirketin yüzde yüz maliki olur.

#### **4. Türkiye’de Ortaklığa Dayalı Yeşil Sukukun Uygulanmasındaki Zorluklar ve Çözüm Önerileri**

Ülkemizde ortaklığa dayalı yeşil sukuka yönelik talebin az olmasına neden olan bazı faktörler bulunmaktadır. Bu konudaki gelişmenin önündeki engeller ve bu engelleri aşacak çözüm önerilerini aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:

##### **4.1. Yatırım İştahının Kısa Vadeli Olması**

Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın ihraç etmiş olduğu kira sertifikaları dışında, Türkiye’de ihraç edilen dolaşımdaki TL cinsi kira sertifikalarının Ağustos 2020 tarihindeki ağırlıklı ortalama vadesi yaklaşık 90<sup>1</sup> gündür. Ülkemizdeki ekonomik dinamiklerden ötürü bireysel ve kurumsal yatırımcıların vade iştahları genelde kısa vadeli olmaktadır. Bu nedendir ki sabit bir oran ile ilan edilen beklenen getiri oranından piyasaya ihraç edilen kira sertifikalarının vadesi kısadır. Uzun vadeli kira sertifikalarında ise yatırımcılar birikimlerini sabit bir getiri oranından sukuka bağlamak istemedikleri için getirinin değişken olmasını talep etmektedirler. Örneğin; bir gayrimenkul firmasının, bir konut projesinin finansmanını sağlamak üzere, 5 yıl vadeli ve sahipliğe dayalı bir kira sertifikası ihracına çıktığını varsayalım. Söz konusu sukuk yapısında yatırımcılar kaynak kuruluştan belirli periyotlarda (1 ay, 3 ay, 6 ay gibi) kendilerine

1 Ortalama vade bilgisi Kamuyu Aydınlatma Platformu üzerinden derlenen veriler üzerinden hesaplanmıştır.

periyodik ödeme yapılmasını ve bu ödemelerin değişken olmasını tercih edeceklerdir. Kira ödemelerinde baz alınacak referans/gösterge oran enflasyon olabilir. Böylece kaynak kuruluş, enflasyonun üzerine belirli bir ek getiri koyarak enflasyona endeksli, değişken getirili sukuk ihracı gerçekleştirebilir. Ancak taahhüt edilen ek getirinin faiz hükmüne girmemesi için yatırımcıyla normal çift taraflı sözleşme değil, tek taraflı va'd işleminin gerçekleştirilmesi gerekli görülmüştür (Dar, 2011).

Yatırımcılar, uzun vadeli bir ortaklık ilişkisine girdiklerinde ellerindeki birikimlerini olabildiğince yüksek riskten korumak ve makul bir risk ile getiri elde etmek isterler. Bu minvalde, ortaklığa dayalı sukuk işlemlerinde sukuk sözleşmelerinden bağımsız ayrı bir garantörlük sözleşmesi ile üçüncü bir taraf sukuka garantör olarak atanabilir. Örneğin; bir belediyenin demiryolu finansmanı için ihraç edeceği ortaklığa dayalı yeşil sukuka İlbank A.Ş.'nin garantör olması, projenin risk algısını düşürerek, yatırımcı iştahını artıracaktır.

## 4.2. İkinci El Sukuk Piyasasının Sığ Olması

Ülkemizde Hazine ve katılım bankaları tarafından ihraç edilen kira sertifikaları dışında, özel sektör firmalarının ihraç etmiş olduğu kira sertifikalarının ikinci el piyasası yok denecek boyuttadır. Kira sertifikalarının ikinci el pazarı sığ olduğu için, özel sektör sukukunu satın alan yatırımcılar genelde söz konusu sukuku vade sonuna kadar elinde tutmaktadır. Yatırımcı sadece ikinci elde şirket sukukunu satın alacak bir alıcı bulursa elindeki sukuku nakde dönüştürebilmektedir. Bu durum, özellikle kurumsal yatırımcıların yanı sıra küçük tasarruf sahiplerini ortaklığa dayalı sukuka çekmede engel oluşturmaktadır. Özellikle bireysel yatırımcılar ortaklığa dayalı sukuka uzun vadeli olarak bağladıkları tasarruflarının bir kısmını veya tamamını sukukun vadesinden önce nakde çevirme haklarının olmasını isteyecektir. İkinci elde likidite imkanının yatırımcılara sağlanmaması ortaklığa dayalı sukuka olan talebi düşürmektedir. Hâlbuki ikincil piyasada piyasa fiyatından işlem görmesine fikhî olarak izin verilen sukuk türleri içinde ortaklığa dayalı sukuklar da olduğu için talebin de artması beklenir. İkinci eldeki likidite sorununu çözebilmek adına üçüncü taraflar, piyasa yapıcısı olarak, ikinci el pazarının oluşmasına ve dinamizm kazanmasına aracılık edebilirler. Bu durum, düşük birikimi olan; fakat bu birikimini faizsiz yatırım araçlarında değerlendirmek isteyen yatırımcıları da çekecektir. Örneğin, ortaklığa dayalı bir sukukta bir veya birden fazla katılım bankası ihraç tutarının tamamına veya belirli bir yüzdesine kadar ikinci el likiditesi sağlamak için taahhüt verebilir.



### 4.3. Yeşil Sukuk İhracı için Mevzuat Alt Yapısının / Standartların Olmaması

Uluslararası piyasalarda yeşil tahvil/sukuk ihracına yönelik gönüllülük esasına göre oluşturulan Uluslararası Sermaye Piyasaları Birliği'nin Yeşil Tahvil Prensipleri ile İklim Tahvil Girişimi'nin yeşil sertifikasyon uygulaması ağırlıklı olarak benimsenmektedir. Bunun yanı sıra bazı ülkelerin kendilerine has fakat uluslararası piyasalarda da genel kabul görecektir yeşil sukuk standartları da bulunmaktadır. Örneğin Malezya Menkul Kıymet Komisyonu SRI sukuk standartlarını yeşil sukuku da içerecek şekilde güncellemiştir. Küresel yeşil sukuk ihraçlarında yeşil tahvil standartları benimsenmiştir. Yeşil sukuk sadece yapı itibarıyla fikhî prensipler noktasında yeşil tahvilden ayrılmaktadır. Ülkemizde de yeşil sukuk ihracını mümkün ve güvenilir kılacak mevzuat alt yapısı geliştirilmeli ve yeşil sukuk standartları/rehberi oluşturulmalıdır. Söz konusu standartlar yatırımcı güvenini sağlayarak yeşil sukuk ihraçlarına olan talebi de olumlu etkileyecektir.

Yeşil sukuk ihraçlarından elde edilen arz gelirlerinin kullanım alanlarının belirli periyotlarla şeffaf bir şekilde raporlanıp yatırımcılarla paylaşılması da yatırımcı nezdinde güven tesisi anlamında önem arz etmektedir. Yatırımcıların, yeşil sukuka olan katılımlarının çevreye olan somut etkilerini bağımsız değerlendirme firmalarınca hazırlanacak Etki Raporlarında somut bir şekilde görmeleri de hesap verilebilirlik açısından önem arz etmektedir.

Ülkemizde Kira Sertifikaları Tebliği (III.61.1) kapsamında ihraç edilen kira sertifikası yapılarında dahi uygulamada farklılıklar bulunmaktadır. Kira sertifikası ihracına konu dayanak varlıkların kontrolü, raporlaması, takibi ve şer'î prensiplere göre yönetilmesi noktasında ülkemizde herhangi bir standardın olmayışı yatırımcıları şeffaflıktan uzaklaştırmakta ve özellikle yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikasının tahvil ile aynı risk sınıfında değerlendirilmesine yol açmaktadır. Bu durum özellikle şirket sukuku ihraçlarında daha özen gösterilmesi gereken bir durumdur. Örneğin; Malezya piyasasına ihraç edilen uluslararası sukuk ihraçlarında Malezya'daki yetkili otoriteler sukuk ihracına konu dayanak varlıkların gelirlerinin tutulduğu muhasebe kayıtlarını belirli periyotlarda kaynak kuruluştan talep etmektedirler. Raporlama tarafında yaşanacak herhangi bir sorun yatırımcılara bildirilerek, sukukun erken itfa edilmesine dahi neden olmakta ve dolayısıyla itibar riskine de yol açabilmektedir. Raporlama tarafında getirilen bu tutum dayanak varlıklara ve bu varlıkların fikhî prensipler çatısı altında yönetilmesine yönelik daha katı kurallar sağlamak ve yatırımcılara güven aşılacaktır.

#### 4.4. Ortaklığa Dayalı Gösterge Yeşil Sukuk İhracının Olmaması

Ortaklığa dayalı ve yeşil sukuk ihraçlarının piyasada yaygınlaştırılması adına öncelikle ülkemizde Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın veya devlet kurumlarının gösterge ihraçlar yapması pazarın büyümesine ve farkındalığın artmasına yol açacaktır. Örneğin; Endonezya Maliye Bakanlığı'nın 2018 yılında ihraç etmiş olduğu 1.25 milyar dolar değerindeki ilk devlet yeşil sukuk ihracı, Endonezya'da yeşil sukuk pazarını geliştirmeye yönelik atılmış önemli adımlardan biridir.

Ülkemizde ortaklığa dayalı sukuk yerine, operasyon olarak yönetimi daha kolay olmasından ötürü, daha çok girişim sermayesi yatırım fonu (GSYF) üzerinden ağırlıklı teknoloji odaklı projeler finanse edilmektedir. Faizsiz finans prensiplerine göre işletilen GSYF'ler de bir nevi müşareke/mudarebe esasına göre faaliyet göstermektedir.

#### 4.5. Vergisel Teşviklerin/Düzenlemelerin Yeterli Olmaması ve İlave Masraflar

Yeşil sukuk, ihraç sonrası bağımsız değerlendirme firmaları tarafından oluşturulacak etki raporlamaları, bağımsız denetçinin ikinci taraf görüşü, gelirlerin daha sıkı ve kontrollü bir şekilde takibi gibi hususlardan ötürü, diğer sukuk yapılarına nazaran, daha maliyetlidir. Yeşil sukuk ihracında ortaya çıkan ekstra masrafların kısmi olarak veya tamamının karşılanmasına yönelik, pazarın teşvik edilmesi adına, bazı çalışmalar yapılabilir. Dünyada Malezya, Endonezya, Hong Kong gibi birçok ülkede yeşil sukuk/tahvil ihracında ortaya çıkan ilave masrafların kısmi olarak veya tamamının karşılanmasına yönelik teşvikler bulunmaktadır.

Ülkemizde, ihraç edilen kira sertifikaları üzerinden Sermaye Piyasası Kurulu'nun almış olduğu kurul kayıt ücretleri, Borsa İstanbul'a ödenen kotasyon masrafları, sektörün teşvik edilmesi adına, tahvil piyasasına nazaran %50 daha düşüktür. Söz konusu masraflar yeşil sukuk ihracında sektörü teşvik etmek adına ya hiç alınmayabilir veya daha indirimli olabilir.

Ülkemizde, kira sertifikası ihracında ortaya çıkabilecek her türlü vergisel yük kaldırılmıştır. Özellikle 2016 yılından itibaren şirketlerin kira sertifikası ihracında ortaya çıkabilecek vergi yüklerinin tamamının kaldırılmasından sonra şirket sukuku pazarı kayda değer bir şekilde büyümeye başlamıştır. Vergi tarafında getirilen istisnaların ülkemizdeki sukuk pazarının gelişimi noktasında katkısı çok yüksektir. Ortaklığa dayalı sukuk ihracında varlık kiralama şirketi vergi istisnasından yararlanırken; ortaklık için kurulmuş olan sermaye şirketinin bu istisnalardan yararlanıp yararlanmaması hususu ise vergisel açıdan açık kalmış bir husustur. Ortaklığa dayalı sukuk ihracı akabin-

de vergi yüklerinin belirsizliğinden ötürü ortaya çıkabilecek vergi yükü, ortak girişimin kâr marjlarını daraltacağı için ortaklığa dayalı sukukun gelişimde büyük engel oluşturmaktadır. Buna karşılık, Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 5/1-d bendine göre Türkiye'de kurulu girişim sermayesi yatırım fonları ve ortaklıklarının kazançları kurumlar vergisinden istisna edilmiştir. Benzer vergi istisnasının ortaklığa dayalı sukuk ihraçlarında kurulan şirketlere de net bir şekilde tanınması sektörün gelişimini destekleyecektir.

Ülkemizde yeşil sukuk veya ortaklığa dayalı sukuk ihraçlarına yatırım yapan bireysel/tüzel yatırımcıların gelir üzerinden ödeyecekleri vergilere de istisna veya indirim sağlanması yeşil sukuk pazarına olan talebi olumlu yönde etkileyecektir. Bunun yanı sıra, yeşil sukuk veya ortaklığa dayalı sukuk ihraç edecek kaynak kuruluşların yeşil sukuk ihracından elde edeceği kazançlar üzerinden ödeyecekleri kurumlar vergisinde yapılacak teşvikler de sektöre olumlu yansıtacaktır.

#### **4.6. Yeşil Yatırımcı Tabanının Yeterli Olmaması**

Yeşil sukuk piyasasını büyütebilmek için sektörün hem arz hem de talep yönünün beslenmesi gerekmektedir. Bu doğrultuda ülkemizde yeşil sukuk ihracına yatırım yapacak kurumsal yatırımcı tabanının geliştirilmesi gerekmektedir. Ülkemizde risk sermayesi yatırım fonları ile uzun vadeli yatırım ve emeklilik fonlarının fon içtüzükleri, sürdürülebilir ekonominin gelişimi açısından, tekrardan gözden geçirilip revize edilebilir. Örneğin; Avrupa Birliği'nin sürdürülebilir büyüme noktasında atılacak adımların yer aldığı Yeşil Mutabakat çerçevesinde çok kapsamlı bir yeşil yol haritası oluşturulmuştur. Avrupa'da yapılacak yeşil yatırımların finanse edilmesi için de imzalanan Yeşil Finans Çerçevesi altında trilyonlarca dolar büyüklüğünde fon yöneten emeklilik ve risk sermayesi yatırım fonları içtüzüklerini tekrardan yeşil yol haritasına göre gözden geçirmeye başlamışlardır. İngiltere, yeşil iyileşme ve sosyal yenilenme adına tahvil (The Green+Gilt) ihraçları gerçekleştireceğini duyurmuştur. The Green+ Gilt planı fon yönetim şirketleri tarafından geliştirilmiştir. Söz konusu tahvil ihraçlarıyla Covid-19'un ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerinin giderilmesi ve uzun soluklu sürdürülebilir ekonomiyi finanse edecek çerçeve oluşturulması amaçlanmıştır (Cho vd., 2020). 10 trilyon sterlin büyüklüğünde fon yöneten 30 farklı fon yönetim şirketi, söz konusu The Green+Gilt Planına destek vereceklerine dair imza atmışlardır (Grantham Research Institute, 2020). Uluslararası piyasalarda faaliyet gösteren söz konusu fonlara erişebilmek adına ülkemizde de bu tarz çalışmaların başlatılması ve geliştirilmesi yeşil sukuk pazarının büyümesine ve gelişmesine zemin hazırlayacaktır.

Ülkemizde Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'ne göre (III-52.1) fonun toplam

değerinin %10'nundan fazlası bir ihraççının para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılmazken; bu oran kira sertifikalarında %25'tir. Ayrıca fon toplam değerinin %20'sinden fazlası aynı grubun para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılmazken; bu oran kira sertifikalarında %35'dir. Yeşil sukuk ihraçlarında da söz konusu oran kısıtlamalarının kaldırılması veya daha da genişletilmesi portföylere alınacak sukuk miktarının ve dolayısıyla yeşil sukuk talebinin artmasına yol açacaktır.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın (TCMB) 31 Mart 2020 tarihli kararına göre; Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK) ve İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler (İTMK) TCMB'nin teminat havuzuna dahil edilmiş ve söz konusu kararla benzer nitelikteki ihraçların likiditesinin artırılmasına ve sermaye piyasalarının derinleştirilmesine karar verilmiştir (TCMB, 2020). Söz konusu karar, özellikle TCMB'den teminat yoluyla borç alan bankaların VDMK ve İTMK'lara olan talebini olumlu etkilemiştir. Benzer şekilde, finansal kurumlar tarafından ihraç edilen yeşil kira sertifikalarının TCMB nezdinde borçlanmaya kabul edilebilir varlık sınıfına girmesi katılım bankalarının yeşil sukuk ihraçlarına olan ilgisini ve talebini artırabilecektir.

#### **4.7. Türk Parasını Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar**

Türk Parasını Koruma Hakkında 32 Sayılı karara göre, yurtdışında sadece TL cinsinden sermaye piyasası araçları ihraç edilebilmektedir. Sukuk, özü itibarıyla borçlanma enstrümanı olarak kabul edilmemektedir. Özellikle ithal girdisi yüksek olan ortaklığa dayalı sukuk ihraçlarının yurtdışında döviz cinsinden ihraç edilebilir olması, yurtdışındaki dövizlerin uzun vadeli olarak reel ekonomiye kanalize edilmesi bakımından fırsat oluşturabilir.

#### **4.8. Faizsiz Finansal Bilinç ve Okuryazarlık Seviyesinin Düşük Olması**

Günümüzde faiz öğretileri üzerine inşa edilen eğitim sistemi, kapitalist düzenin ekonomi ve hukuk sistemindeki hakimiyeti gibi benzer nedenlerden dolayı ülkemizde faizsiz finansal bilinç ve okuryazarlık seviyesi oldukça düşüktür. Piyasada faizsiz finans prensiplerine göre ihraç edilen sukuk, girişim sermayesi yatırım fonları, gayrimenkul yatırım fonları, katılım esaslı hisse senetleri, gayrimenkul sertifikası gibi faiz hassasiyeti olan yatırımcılara hitap edecek birçok yatırım enstrümanı bulunmaktadır; ancak yatırımcılar söz konusu faizsiz enstrümanlar hakkında yeterince bilgi sahibi değildir. Bu durum, katılım bankacılığı özünü yansıtan risk paylaşımına dayalı sukuk modellerinin yatırımcılar açısından kompleks bir yatırım aracı olarak görülmesine neden olarak, yatırımcı talebini düşürmektedir.

Ülkemizde katılım bankalarının ve akademik dünyanın öncülüğünde faizsiz finansın temel mantığının anlaşılması ve faizsiz finans yatırım araçlarının yapısı ve işleyişi gibi hususların izah edilmesiyle faizsiz finans bilinci ve finansal okuryazarlık artırılmalıdır. Örneğin bu konuda Türkiye Katılım Bankaları Birliği (TKBB) ile Sabahattin Zaim Üniversitesi'nin işbirliği ile yayınlanan Faizsiz Finansal Okuryazarlık Raporu'nda (2020) Faizsiz Finansal Okuryazarlık Derneği'nin kurulmasına ve bu derneğin katılım finansına dönük farkındalığın güçlendirilmesi adına aktif bir rol üstlenmesi hususunda proje önerisi sunulmuştur. Bu ve buna benzer projelerin ülkemizde uygulamaya girmesi, sektörde farkındalığın artmasına yol açarak, katılım finans sektörünü daha da geliştirecek ve büyütecektir.

## 5. Ortaklığa Dayalı Yeşil Sukuk Model Önerileri

Yeşil sukuk istisna, icare ve vekalet gibi diğer türlerle de yapılandırılabilen bir ürün olmasına mukabil, bu çalışmadaki amacımız, İslami finansın risk paylaşımına dayalı özüne hitap eden ortaklığa dayalı yeşil sukuk yapılarının yararlarını ortaya koymaktır. Bu başlık altında yeşil sukuk ihracı daimi ortaklığa dayalı yeşil sukuk, azalan ortaklığa dayalı yeşil sukuk ve hibrid yeşil sukuk olarak incelenecektir.

### 5.1. Daimi Ortaklığa Dayalı Yeşil Sukuk (Daimi Müşareke)

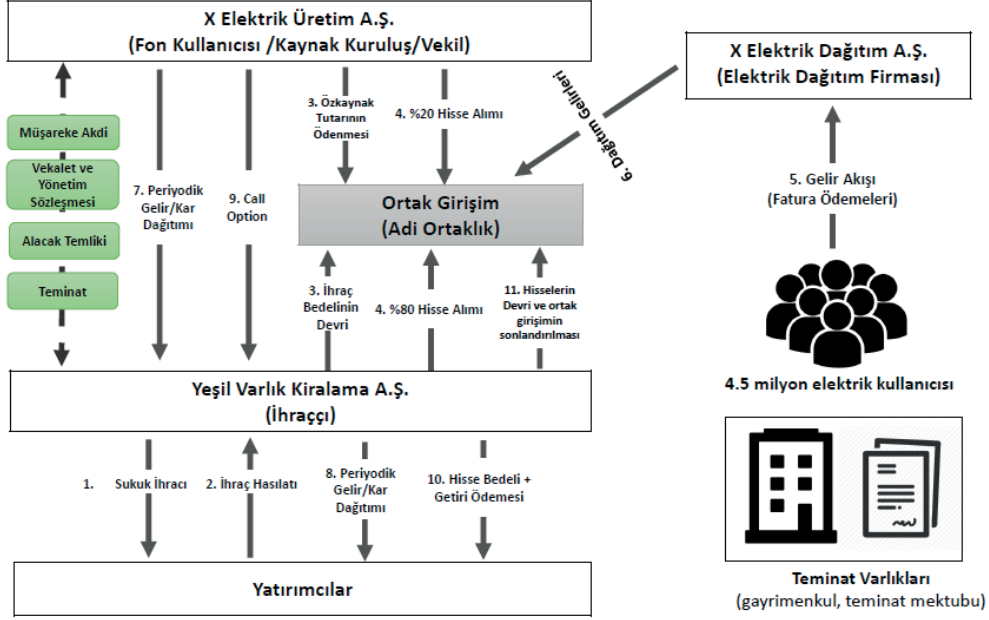
X Elektrik Üretim A.Ş., enerji sektöründe 35 yılı aşkın bir süredir Türkiye'de faaliyet gösteren ve birçok yenilenebilir projeyi başarılı bir şekilde hayata geçirmiş bir elektrik dağıtım şirketidir ve 500 milyon TL değerinde Rüzgar Elektrik Santral Projesi bulunmaktadır. Firma, söz konusu yatırım için 100 milyon TL sermaye koyacaktır. Kalan 400 milyon TL için de ortaklığa dayalı yeşil sukuk ihraç ederek alternatif bir faizsiz finans kaynağına erişmek istemektedir. Firma sukuk ihracından elde edilecek arz geliri ile rüzgar elektrik santrali kuracak ve üretilen elektriği X Elektrik Dağıtım A.Ş. üzerinden 4.5 milyona yakın elektrik müşterisine dağıtacaktır. Söz konusu elektrik dağıtımından tahsil edilecek elektrik dağıtım gelirleri de sukuk ihracının geliri olacaktır. Bu minvalde söz konusu firmanın, Katılım Bankalarının, Avrupa İmar ve Kalkınma Bankasının ve girişim sermayesi yatırım fonlarının katılımıyla Yeşil Varlık Kiralama A.Ş. (VKŞ) üzerinden 400 milyon TL tutarlı kira sertifikası ihracına çıktığını varsayalım.

**Tablo 1: Önerilen Ortaklığa Dayalı Yeşil Sukukun (Daimi Müşareke) Detayları**

<b>Kaynak Kuruluş</b>	X Elektrik Üretim A.Ş.
<b>İhraççı Kuruluş</b>	Yeşil Varlık Kiralama A.Ş.
<b>Elektrik Dağıtım Kuruluşu</b>	X Elektrik Dağıtım A.Ş. ( Kaynak kuruluşun %100 bağlı ortalığıdır)
<b>Ortak Girişim</b>	Rüzgar Elektrik Santrali Projesi
<b>Vade</b>	Süresiz (perpetual)
<b>İhraç Tutarı</b>	400.000.000 TL
<b>Ödemesiz Dönem</b>	1 Yıl
<b>Ortak Girişimin Gelirleri</b>	Elektrik dağıtım gelirleri
<b>Kâr paylaşım oranı</b>	%40 (kaynak kuruluş) , %60 (yatırımcılar)
<b>Özkaynak</b>	100.000.000 TL
<b>Kâr paylaşım dönemi</b>	3 ayda bir
<b>Teminat</b>	Gayrimenkul, teminat mektubu
<b>Temlikname</b>	Elektrik dağıtım gelirlerinin VKŞ'nin belirleyeceği hesaba ödenmesi için kaynak kuruluş ile VKŞ arasında imzalanan temlik sözleşmesidir.
<b>Etki Raporlama Periyodu</b>	Yılda bir
<b>Geri Çağırma Hakkı (Call Option)</b>	Kaynak kuruluş her 5 yılda bir VKŞ'nin ortak girişimdeki hisselerinin bir kısmını veya tamamını geri alma hakkı bulunmaktadır.

Kaynak: Yazarlar tarafından oluşturulmuştur.

**Şekil 2: Önerilen Ortaklığa Dayalı Yeşil Sukuk Yapısı**



Kaynak: Yazarlar tarafından oluşturulmuştur.

Söz konusu sukuk yapısına göre; kaynak kuruluşun gerçekleştireceği projenin yapısına bağlı olarak ortaklığa dayalı yeşil sukuk yapısı modellenecektir. Projenin fizibilite raporları, bağımsız değerlendirme raporları, nakit akış projeksiyonu gibi tüm detaylı raporlar VKŞ ile paylaşılacaktır. VKŞ ile kaynak kuruluş arasında akdedilecek müşareke sözleşmesi kapsamında bir Ortak Girişim tesis edilecektir. Yeşil Sukukun 'Yeşil Sukuk Prensipleri' ile uyumunu kontrol eden bağımsız bir firmadan dış görüş onayı alınacaktır. Kaynak kuruluş kasıt, kusur, ihmali veya sözleşme ihlali gibi hususlardan ötürü ortak girişime vereceği zarara karşılık, ihraç tutarı kadar, gayrimenkul ve teminat mektubu verecektir. Gayrimenkulün değeri baz alınırken güncel eksper değeri dikkate alınacaktır. Akabinde kaynak kuruluş ve/veya sukukun yapısı bir rating kuruluşu tarafından derecelendirilecektir. Rating notunun yatırım yapılabilir seviyede çıkması akabinde yatırımcı toplantıları (roadshow) gerçekleştirilecektir. Piyasada ortaklığa dayalı yeşil sukuka yeterli bir talep oluştuğundan sonra sukuk ihracının tarihi belirlenecektir. Akabinde;

- 1) VKŞ, Ortak Girişimdeki %80'lik hisseyi satın almak üzere sukuk ihracı gerçekleştirecektir,
- 2) Yatırımcılar, Ortak Girişime payları nispetinde ortak olmak üzere, ihraç hasılatını VKŞ'ye transfer edecektir.

3-4) VKŞ, ihraç hasılatını ortak girişime transfer ederek projenin %80 hissedarı olacaktır. Kaynak kuruluş ise 100 milyon TL sermaye ile Ortak Girişimin %20 hissesini satın alacaktır. İhraç hasılatı ayrı bir hesapta tutularak, yatırımın projeksiyonuna bağlı olarak, peyder pey serbest bırakılacaktır.

5-6) Kaynak kuruluş ve VKŞ arasında imzalanan Vekalet ve Yönetim Sözleşmesi tahtında, kaynak kuruluş, faizsiz finans prensipleri doğrultusunda, sukuk arz geliri ile rüzgar türbinlerinin üretimini gerçekleştirecek ve kurulan türbinler üzerinden 4.5 milyon elektrik kullanıcısına sunulan elektrik dağıtım hizmetinden elde edilen nakit akışlarını ayrı hesaplarda tutacaktır. Kaynak Kuruluş ve VKŞ ile imzalanan Alacak Temliki kapsamında elektrik dağıtım gelirleri VKŞ'nin belirleyeceği X Katılım Bankasının hesabında 3'er aylık periyotlarda tutulacak ve bu süre zarfında hesapta biriken bedeller faizsiz finans prensiplerine göre değerlendirilecektir.

7) Elektrik dağıtımından tahsil edilen gelirler, 3'er aylık periyotlarda, başta anlaşılan kâr paylaşım oranına göre kaynak kuruluş tarafından VKŞ'ye ödenecektir.

8) VKŞ, her 3 ayda bir yatırımcılara ödenecek periyodik gelirleri, yatırımcıların hesaplarına payları nispetinde dağıtacaktır.

9) Eğer kaynak kuruluş tek taraflı olarak akdedilen geri alım hakkını 5.nci yılın sonunda kullanmak isterse, VKŞ'nin Ortak Girişimdeki payını kısmen veya tamamen satın alacaktır. Hisse alınırken, bağımsız bir değerlendirme şirketi tarafından Ortak Girişimin güncel değeri üzerinden hisseler VKŞ'den satın alınacak ya da tarafların üzerinde mutabık kaldığı bir değer üzerinden hisseler kaynak kuruluşu geçecektir. Hisselerin geri alım hakkı, her 5 yılda bir kaynak kuruluşu tek taraflı olarak verilecektir.

Etki Raporlaması ve İkinci Taraf Görüşü: Ortaklığa dayalı yeşil sukuk ihracından gelen ihraç gelirinin kullanım alanları ve yeşil sukuka konu projenin performansı 'Etki Raporu' ile bağımsız bir değerlendirme kuruluşu tarafından yılda bir raporlanacak ve VKŞ tarafından Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanacaktır. Akabinde bağımsız bir ikinci taraf görüşü ile ihraç gelirlerinin yeşil alanlardaki kullanımı doğrulanacaktır.

Sertifikasyon: Yeşil Sukuk'tan sağlanan arz gelirin taahhüt edildiği şekilde düşük karbon emisyonlu ve yeşil projelerde kullanılıp kullanılmadığı raporlanmasından sonra, bağımsız denetim firmaları kurallara uyum sağlayan fon kullanıcılarına Yeşil Sukuk Sertifikası verebilirler. Söz konusu sertifika, yurtdışında yeşil tahvil endeksine girebilmek için bir kriter olarak sayılmaktadır (Ehlers ve Packer, 2017).

Ortak Girişimin zararlarla sonuçlanması halinde, VKŞ ve kaynak kuruluş Ortak Girişimdeki sermayeleri nispetinde zarar edeceklerdir. Kaynak Kuruluş'un sözleşme ihlali nedeniyle ortak girişime zarar vermesi durumunda teminatlar nakde dönüştürülerek,



yatırımcıların zararı tazmin edilecektir.

## 5.2. Azalan Ortaklığa Dayalı Yeşil Sukuk

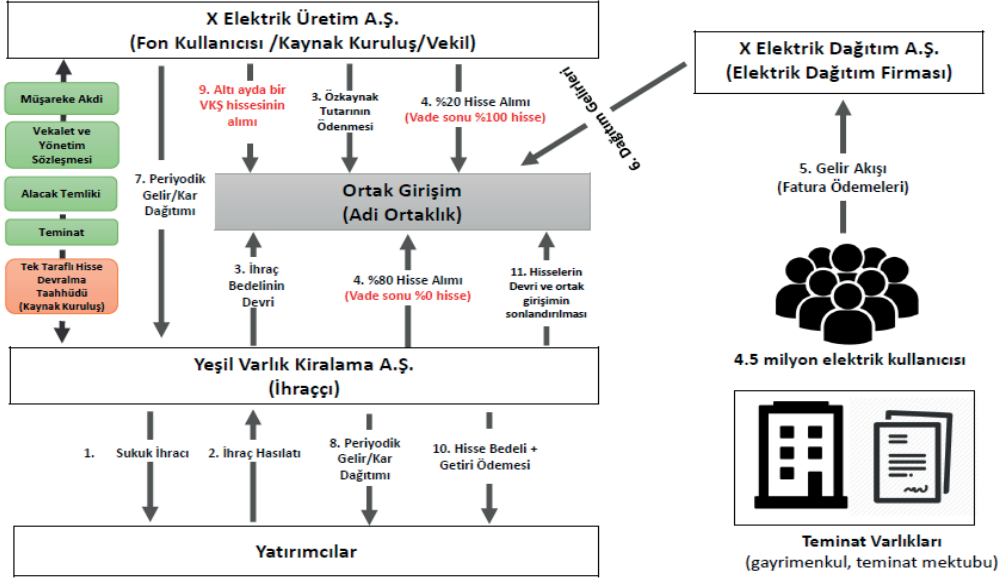
Aşağıda detayları verilen azalan ortaklığa dayalı yeşil sukuk yapısının ilk sukuk yapısından farkı, VKŞ'nin Ortak Girişimdeki hisselerinin peyderpey kaynak kuruluş tarafından satın alınıyor olmasıdır. Söz konusu yapıda, kaynak kuruluş tek taraflı devralma taahhüdü sözleşmesi kapsamında, ilk yıl hariç sonraki her 6 ayda bir VKŞ'nin hissesini tedrici olarak satın almaktadır. İhracın süresi 10 yıl olup, kaynak kuruluş sukuk ihracının vade bitim tarihinde Ortak Girişim'deki hisse payını %100'e çıkarmayı planlanmaktadır. Böylece projenin en başında ihtiyacı olan sermayeyi yeşil sukuk ihracından temin eden girişimci, vade sonunda projenin %100 maliki olmayı hedeflemektedir. Sukuk sözleşmeleri dışında ayrı imzalanacak bir garantörlük sözleşmesi altında, üçüncü bir taraf (XYZ Enerji A.Ş.) hisse alımlarına kefil olacaktır. Hisse alımları, her 6 ayda bir güncel değerlemesi yapılan hisse değeri üzerinden veya tarafların üzerinde mutabık kalacağı değer üzerinden gerçekleşecektir. Sukuk ihracının en başında belirlenen kâr paylaşım oranı, hisse alımlarını müteakip, her 6 ayda bir tarafların mutabık kalacağı bir oran üzerinden revize edilebilir.

**Tablo 2: Önerilen Azalan Ortaklığa Dayalı Yeşil Sukukun (Tam Müşareke) Detayları**

Kaynak Kuruluş	X Elektrik Üretim A.Ş.
İhraççı Kuruluş	Yeşil Varlık Kiralama A.Ş.
Elektrik Dağıtım Kuruluşu	X Elektrik Dağıtım A.Ş. ( Kaynak kuruluşun %100 bağlı ortaklığıdır)
Ortak Girişim	Rüzgar Elektrik Santrali Projesi
Vade	10 yıl vade
Hisse Alımı	İlk birinci yıl hariç sonraki her 6 ayda bir
Garantör	XYZ Enerji A.Ş. (Hisse alım garantisi)
İhraç Tutarı	400.000.000 TL
Ödemesiz Dönem	1 Yıl
Ortak Girişimin Gelirleri	Elektrik dağıtım gelirleri
Kâr paylaşım oranı	%40 (kaynak kuruluş) , %60 (yatırımcılar)
Özkaynak	100.000.000 TL
Kâr paylaşım dönemi	3 ayda bir
Teminat	Gayrimenkul, teminat mektubu
Temlikname	Elektrik dağıtım gelirlerinin VKŞ'nin belirleyeceği hesaba ödenmesi için kaynak kuruluş ile VKŞ arasında imzalanan temlik sözleşmesidir.
Etki Raporlama Periyodu	Yılda bir
Geri Çağırma Hakkı (Call Option)	Kaynak kuruluş her 5 yılda bir VKŞ'nin ortak girişimdeki hisselerini kısmi veya tamamını geri alma hakkı bulunmaktadır.

Kaynak: Yazarlar tarafından oluşturulmuştur.

Şekil 3: Önerilen Azalan Ortaklığa Dayalı Yeşil Sukukun Yapısı



Kaynak: Yazarlar tarafından oluşturulmuştur.

### 5.3. Hibrid Sukuk

Kaynak kuruluş, ortaklığa dayalı yeşil sukuk ihracına katılan yatırımcı tabanını genişletmek istemektedir. Bu minvalde kaynak kuruluş, ortaklığa dayalı yeşil sukuk yanında sahipliğe dayalı yeşil sukuk (İcare) ihracı da gerçekleştirerek hibrid sukuk modeli oluşturacaktır. Buradaki amaç; ödemesiz geçen yatırım döneminde icare sukuk ihracı ile kira geliri oluşturarak yatırımcı iştahını artırmaktır. Yatırım dönemi bittikten sonra, icare sukuk ihracı erken itfa edilecek ve sukuk ihracına ortaklığa dayalı yeşil sukuk ile devam edilecektir.

Söz konusu sukuk yapısında kaynak kuruluş, birinci yılın sonunda İcare sukuku itfa edeceği için, 50 milyon TL gibi daha düşük bir sermaye ile Ortak Girişimin hisselerini alacaktır.

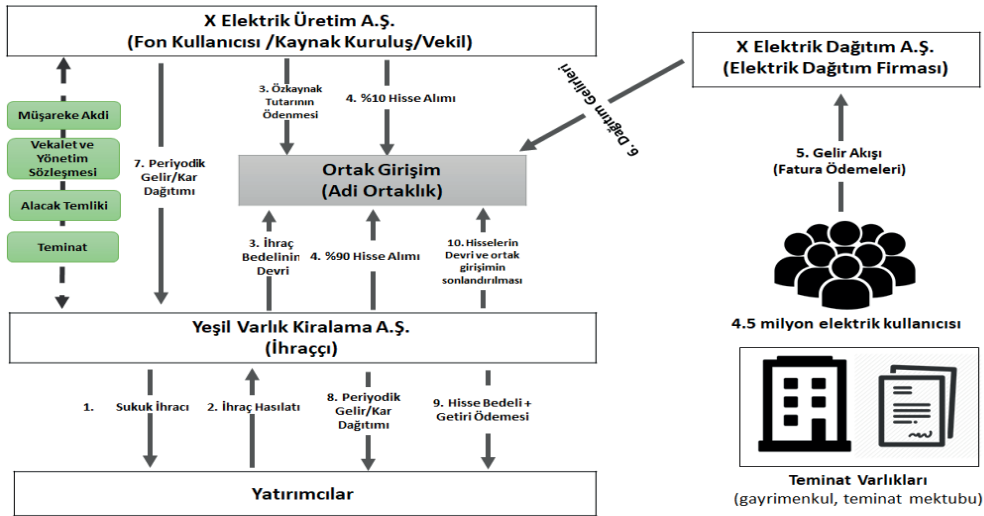
İki yapıdan oluşan hibrid sukuk yapısında ihraç bedelinin %10'u ile kaynak kuruluşun mülkiyetindeki gayrimenkul/gayrimenkuller belirli bir iskonto oranı ile VKŞ'ye satılacak ve belli bir kira akdi ile VKŞ'den geri kiralacaktır. Böylece ilk yıl ödemesiz olan dönem, İcare sukuk ile kira üreten bir yapıya kavuşarak, kaynak kuruluşun daha geniş bir yatırımcı tabanına ulaşmasına fırsat tanyacaktır.

**Tablo 3: Önerilen Ortaklığa ve Sahipliğe Dayalı Yeşil Sukuk Detayları**

Sukuk Yapısı	%90 Ortaklığa Dayalı + %10 Sahipliğe Dayalı Yeşil Sukuk
Kaynak Kuruluş	X Elektrik Üretim A.Ş.
İhraççı Kuruluş	Yeşil Varlık Kiralama A.Ş.
Elektrik Dağıtım Kuruluşu	X Elektrik Dağıtım A.Ş. ( Kaynak kuruluşun %100 bağlı ortalığıdır)
Ortak Girişim	Rüzgar Elektrik Santrali Projesi
Vade	10 yıl vade
İhraç Tutarı	400.000.000 TL
Ödemesiz Dönem	Bulunmamaktadır. İlk yıl kira gelirleri sahipliğe dayalı sukuk gelirinden karşılanacaktır.
Erken İtfa	Birinci yılın sonunda Sahipliğe Dayalı Yeşil Sukuk itfa edilecektir.
Ortak Girişimin Gelirleri	Elektrik dağıtım gelirleri
Kâr paylaşım oranı	%40 (kaynak kuruluş) , %60 (yatırımcılar)
Özkaynak	50.000.000 TL
Kâr paylaşım dönemi	3 ayda bir
Teminat	Gayrimenkul, teminat mektubu
Temlikname	Elektrik dağıtım gelirlerinin VKŞ'nin belirleyeceği hesaba ödenmesi için kaynak kuruluş ile VKŞ arasında imzalanan temlik sözleşmesidir.
Etki Raporlama Periyodu	Yılda bir
Geri Çağırma Hakkı (Call Option)	Kaynak kuruluş her 5 yılda bir VKŞ'nin ortak girişimdeki hisselerini kısmi veya tamamını geri alma hakkı bulunmaktadır.

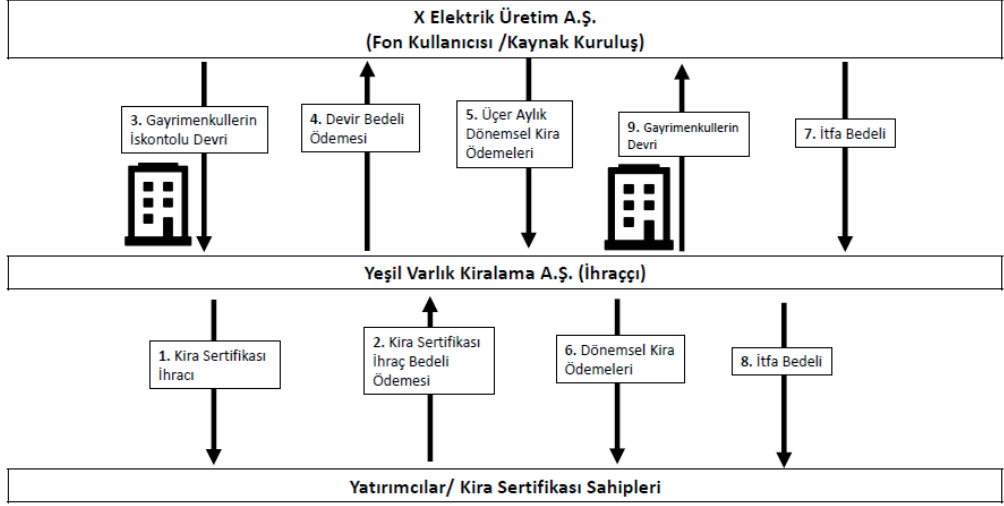
Kaynak: Yazarlar tarafından derlenmiştir.

**Şekil 4: Önerilen Ortaklığa Dayalı Yeşil Sukukun (%90) Yapısı**



Kaynak: Yazarlar tarafından oluşturulmuştur.

## Şekil 5: Önerilen Sahipliğe Dayalı Yeşil Sukukun (%10) Yapısı



Kaynak: Yazarlar tarafından oluşturulmuştur.

1. VKŞ, kaynak kuruluşun mülkiyetinde olan ve işletilmesi faizsiz finans prensiplerine uygun gayrimenkuller ve bu gayrimenkullerden elde edilecek gelirler (kira gelirleri) üzerinde payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayacak şekilde yatırımcılara kira sertifikalarını ihraç eder,
2. Yatırımcılar VKŞ'ye ödemeleri yaparak kira sertifikalarını satın alır,
3. Kaynak kuruluş, mülkiyetindeki gayrimenkulü/gayrimenkulleri minimum %10 iskonto oranı ile VKŞ' ye aralarında akdettikleri sözleşmeye istinaden 40 milyon TL'ye devreder,
4. VKŞ, kira sertifikalarının ihracından elde ettiği 40 milyon TL'yi devir bedeli olarak kaynak kuruluşa öder,
5. Kaynak kuruluş, VKŞ ile aralarında akdettikleri Kira Sözleşmesi kapsamında her 3 ayda bir hesaplanacak dönemsel getiri oranı üzerinden kira bedellerini VKŞ'ye öder. Getiri oranı sabit veya değişken de olabilir,
6. Periyodik kira ödemeleri VKŞ tarafından sertifika sahiplerine payları oranında ödenir,
7. Kaynak kuruluş, kira sertifikalarının vadesinde tek taraflı Devralma Taahhüdü kapsamında tarafların üzerinde anlaşığı değer üzerinden gayrimenkulü VKŞ'den geri almak üzere itfa tutarını son kira ödemesi ile birlikte VKŞ'ye öder,

8. VKŞ, kira sertifikası ihracına konu gayrimenkullerin kaynak kuruluşu devredilmesinden elde ettiği tutarı, sertifika sahiplerine vade bitiminde payları oranında öder.

Bu işlemle birlikte kira sertifikaları birinci yılın sonunda itfa edilmiş olur.

## 6. Değerlendirme ve Sonuç

Bu çalışmada dünyanın artık daha ciddi biçimde farkına vardığı ve üzerinde somut modelleri de uygulamaya başladığı sosyal ve doğal çevreye saygılı, sürdürülebilir finans anlayışındaki gelişmeler izah edildikten sonra, bu konuda liderlik etmesi gereken İslami finans da bugüne kadar bu alandaki gelişmeler ve yapılması gerekenler ortaya konulmuştur. İslami finans piyasası şu ana kadar konvansiyonel finanstaki ürünlerin İslami ilke ve kurallara uyarlanmış versiyonlarını üretmekte iken, aynı durum yeşil finans da karşımıza çıkmaktadır. Aslında İslami finanstaki her işlemin ve ürünün doğasında zımnen bir sürdürülebilirlik anlayışı mevcuttur, örneğin İslami finansal sistem, ardında yeterince sağlıklı bir varlık yapısı olmadan sorumsuz bir menkulleştirme yapıp, risklerin sorumsuzca transfer edilmesine sebep olmaz. Çünkü İslami finans sisteminde yapılan her işlemin arkasındaki dayanak varlıklar çok sıkı takip edilir ve türev ürün kullanımı son derece sınırlıdır.

Daha sürdürülebilir bir finansal sistem için elbette “yeşil” finans teması önem arz ederken, aslında küresel çapta artık yönetilemez hale gelmiş aşırı borca dayalı olma meselesi de en az doğaya saygı kadar önem arz etmektedir. Bu meseleyi temelden ve kalıcı biçimde çözenin bir yolu, borçtan ziyade ortaklığa dayalı finansal araçların egemen kılınmasıdır. Bu çalışmada yeşil temalı finansmanın ideal uygulamasının, İslami finanstaki ortaklık temelli sukuk modelleriyle mümkün olduğu ileri sürülerek izah edilmiştir. Ancak Türkiye’de ortaklığa dayalı yeşil sukukun uygulanabilirliği önündeki sorunlar ve çözüm önerileri de ortaya konmuştur. Bu sorunlar yatırım iştahının kısa vadeli olması, ikinci el sukuk piyasasının sığ olması, yeşil sukuk ihracı için mevzuat alt yapısının/standartların olmayışı, ortaklığa dayalı gösterge yeşil sukuk ihracının olmayışı, vergisel teşviklerin/düzenlemelerin yeterli olmayışı ve ilave masraflar, yeşil yatırımcı tabanının yeterli olmayışı, Türk Parasını Koruma Hakkında 32 sayılı karar ve nihayet faizsiz finansal bilinç ve okuryazarlık seviyesinin düşük olmasıdır.

Çalışmanın nihayetinde yeşil finans teması altında ortaklığa dayalı üç farklı yapıda model önerisi sunulmuştur. Bunlar Sürekli Müşareke’ye Dayalı Sukuk, Azalan Müşareke’ye Dayalı Sukuk, ve büyük payını Azalan Müşareke’nin, küçük payını

İcare'nin oluşturduğu Hibrid Sukuktur. Burada üç alternatifin geliştirilmesinin nedeni, bir konuda çözüm geliştirilirken değişik sektörel ve konjonktürel şartlar karşısında uygulama imkanlarının genişletilmesidir. Bu modeller Türkiye'nin yeşil finanstaki varlığını ortaya koyarken; belki daha da önemlisi uygulamada tahvil yapısına çok benzeyen vekalet sukuku yerine ortaklık temelli yapıları hakim kılarak sukuku tam olarak kendi özgün kulvarına taşıyacaktır. Bir önceki bölümde bahsedilen meselelerin önerildiği şekilde çözüme kavuşturulmasıyla bu modellerin gerçekleştirilmesi çok daha kolay ve cazip hale gelecektir.

## Kaynakça

1. AAOIFI (Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions). (2015). Faizsiz Finans Standartları. TKBB Yayınları.
2. Aassouli, D., Asutay, M., Mohieldin, M. ve Chiara Nwokike, T. (2018). Green Sukuk, Energy Poverty, and Climate Change: A Roadmap for Sub-Saharan Africa (No. 8680). <http://documents1.worldbank.org/curated/en/595861545145005026/pdf/WPS8680.pdf>
3. Ainger, J. ve Pornina, L. (2020, September 16). EU to Sell 225 Billion Euros of Green Bonds to Fund Recovery. Bloomberg Green. [https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-09-16/eu-plans-to-sell-225-billion-euros-of-green-bonds-for-stimulus?utm\\_source=google&utm\\_medium=cpc&utm\\_campaign=dsa&utm\\_term=&gclid=CjwKCAjwz6\\_8BRBkEiwA3p02VS6Y9K5wKgzOIT5TraVo\\_ygh6pcabrJSUqN4Q5\\_dsN\\_4nBEft3UFNBoCgawQAvD\\_BwE](https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-09-16/eu-plans-to-sell-225-billion-euros-of-green-bonds-for-stimulus?utm_source=google&utm_medium=cpc&utm_campaign=dsa&utm_term=&gclid=CjwKCAjwz6_8BRBkEiwA3p02VS6Y9K5wKgzOIT5TraVo_ygh6pcabrJSUqN4Q5_dsN_4nBEft3UFNBoCgawQAvD_BwE)
4. Akyüz, Y. (2018). Azalan müşâreke ve fıkhi tahlili. Marmara Üniversitesi. <http://openaccess.marmara.edu.tr//handle/11424/39028>
5. Bayındır, S. (2005). Bir Finansman Yöntemi Olarak Kullanılan Sermaye Ortaklığının İslâm Hukuku Açısından Değerlendirilmesi. Usul İslam Araştırmaları, 3(3). <https://dergipark.org.tr/tr/pub/usul/173943>
6. COMCEC (Standing Committee for Economic and Commercial Cooperation of the Organization of Islamic Cooperation). (2018). The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets. Proceedings of the 10th Meeting of the COMCEC Financial Cooperation Working Group. <http://www.comcec.org/en/wp-content/uploads/2018/05/10-FIN-PRO.pdf>
7. Çelik, İ. (2017). MEŞRU' BİR YATIRIM ARACI OLARAK MUDAREBE VE GÜNÜMÜZDE KULLANIMI. Al Farabi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi, 1(3), 381–396. <https://dergipark.org.tr/tr/pub/farabi/348450>
8. Cho, C., Erlandsson, U., de Fay, A., Harris, N., Laurent, I., Watson, R. ve Wigley, C. (2020). The Green + Gilt: How the UK could issue sovereign bonds that deliver climate action and social renewal. [https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/wp-content/uploads/2020/10/Green\\_Gilt\\_Proposal\\_October\\_2020.pdf](https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/wp-content/uploads/2020/10/Green_Gilt_Proposal_October_2020.pdf)

9. Climate Bonds. (2020). 2019 Green Bond Market Summary. <https://www.climatebonds.net/files/files/climate-resilience-principles->
10. Ehlers, T. ve Packer, F. (2017). Green bond finance and certification. BIS Quarterly Review. [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1709h.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1709h.htm)
11. European Commission. (2020). Financing the green transition: The European Green Deal Investment Plan and Just Transition Mechanism. [https://ec.europa.eu/regional\\_policy/en/newsroom/news/2020/01/14-01-2020-financing-the-green-transition-the-european-green-deal-investment-plan-and-just-transition-mechanism](https://ec.europa.eu/regional_policy/en/newsroom/news/2020/01/14-01-2020-financing-the-green-transition-the-european-green-deal-investment-plan-and-just-transition-mechanism)
12. Grantham Research Institute. (2020, October 7). Investors with £10 trillion in assets call for the UK to issue a green+ sovereign bond to drive climate action and social renewal in the Covid-19 recovery. <https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/news/investors-with-10-trillion-in-assets-call-for-the-uk-to-issue-a-green-sovereign-bond-to-drive-climate-action-and-social-renewal-in-the-covid-19-recovery/>
13. Haneef, R. (2018). Responsible Finance and Investment Summit. [http://rfisummit.org/wp-content/uploads/2018/08/Green\\_Sukuk\\_CIMB\\_Islamic.pptx](http://rfisummit.org/wp-content/uploads/2018/08/Green_Sukuk_CIMB_Islamic.pptx)
14. ICMA (International Capital Market Association). (2018). The Green Bond Principles. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Green-Bonds-Principles-June-2018-270520.pdf>
15. IsDB (Islamic Development Bank). (2019, November 28). Islamic Development Bank Achieves New Milestone with Debut Green Sukuk Worth EUR 1 Billion for Green Financing in its Member Countries. <https://www.isdb.org/news/islamic-development-bank-achieves-new-milestone-with-debut-green-sukuk-worth-eur-1-billion-for-green-financing-in-its-member-countries>
16. Mardi, M., Mohamed Osman, M. R. ve Abdul Aziz, A. H. (2020). Pioneering the Green Sukuk: Three Years On. <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/34569/Pioneering-the-Green-Sukuk-Three-Years-On.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
17. MIFC (Malaysia International Islamic Finance Centre). (2017). SUKUK GOING GREEN: MALAYSIA CONTINUES TO DRIVE INNOVATION. <https://www.mifc.com/index.php?ch=28&pg=72&ac=187&bb=uploadpdf>



18. Özer, M. (2017). Yeşil Tahviller. TSPB Gösterge Dergisi, 2017 Kış, 73–81. [https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/GOSTERGE\\_KIS\\_2017\\_opt.pdf](https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/GOSTERGE_KIS_2017_opt.pdf)
19. Sairally, S. B., Habib, F., Furqani, H., Hassan, H. K., Muhammad, Marjan Othman, M. Z., Badri, M. B., Zada, N., Hasan, S. M. ve Al-Badani, Y. A. (2017). Sukuk: Principles & Practices. ISRA.
20. TCMB. (2020, March). Koronavirüsün Ekonomik ve Finansal Etkilerine Karşı Alınan İlave Tedbirlere İlişkin Basın Duyurusu. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Basin/2020/DUY2020-22>
21. T.C. Resmi Gazete. (2013, 9 Temmuz). Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği. Sayı: 28702. <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/07/20130709-14.htm>