



## Kira Sertifikaları, Türkiye Tecrübesi ve Bir Vaka Çalışması

Murat KASIMOĞLU<sup>1</sup>, Feyzullah YETGİN<sup>2</sup>, Ali KÜÇÜKÇOLAK<sup>3</sup>

### ÖZ

Bu çalışmada sukuk ve Türkiye'deki tanımlamayla kira sertifikalarının ihraçlarında uluslararası uygulamaların yanı sıra Türkiye tecrübesi irdelenmiştir. Ülkemizde özel sektör kira sertifikası ihraçlarının ilklerinden olan bir imalat sanayi şirketinin kira sertifikası ihracı irdelenerek, bundan sonraki ihracın başarılı olmasını etkileyen ve dikkat edilmesi gerekli hususların üzerinde durulmuştur.

Çalışmada uygulamada yoğun kullanılan sukuk çeşitlerinden biri olan icara sukuk ihraçlarının işleyiş yapısı, ihraç ve satış süreçleri, VKŞ (Varlık Kiralama Şirketi) kurulması ve özellikleri irdelenmiştir. Özel sektör şirketlerinin büyüme finansmanında sukuk ihracından etkin şekilde yararlanılmaları için çekincelerinin azaltılması ve bilgi düzeylerinin artırılması hedeflenmiştir.

Sukuk ihraçlarında ülkemiz ve diğer ülke uygulamalarında zorluk yaratan konuların neler olduğu tartışılmıştır. Bu hususlar arasında ihraçtan sonra herhangi bir nedenle ödeyemezlik durumunda yatırımcı haklarının nasıl kullanılacağı, sukuk ihraç eden varlığa dayalı şirketlerin yönetimi, sukukların likiditesi, ihraçlarda referans fiyat, sukuklarda risk yönetimi ve Basel sermaye ve likidite düzenlemelerine uyumu gibi konular başta gelmektedir.

Vaka çalışması örneği olarak 2013 yılında gerçekleştirilmiş KOBİ niteliğindeki bir imalat sanayi şirketine ait kira sertifikası ihracı ve sonrasında yaşanan süreç incelenmiştir. Vaka çalışmasında ihraç sürecinin yanı sıra ihraççı şirketin genel yapısı, üretim, satış ve faaliyet yapısı irdelenmiştir. Kira sertifikası ihracında yaşanan gelişmeler, uluslararası finansman ve kredi sigorta kuruluşları ile çalışma yöntemi ve teminat yapısı, yatırımcının haklarının korunması için talep ettiği önlemler, ihraçtan elde edilen fonların kullanım yerleri analiz edilmiştir.

Vaka çalışmasının değerlendirme kısmında ise sukuk ihracında uygulamadaki avantaj ve zorluklar, ihracın modellenmesi,



DOI: 10.26650/ISTJCON414489

<sup>1</sup>Prof. Dr., Istanbul Commerce University, Faculty of Management, Istanbul, Turkey

<sup>2</sup>Assoc. Prof. Dr., Istanbul Commerce University, Faculty of Management, Istanbul, Turkey

<sup>3</sup>Assist. Prof. Dr., Istanbul Commerce University, Faculty of Management, Istanbul, Turkey

### Corresponding author/Sorumlu yazar:

Recep Ali KÜÇÜKÇOLAK,  
Istanbul Commerce University, Faculty of  
Management, Istanbul, Turkey  
E-mail/E-posta: akucukcolak@ticaret.edu.tr

Date of receipt/Geliş tarihi: 11.04.2018

Date of acceptance/Kabul tarihi: 24.04.2018

Citation/Atf: Kasimoğlu, M., Yetgin, F. ve Küçükçolak, R. A. (2018). Kira sertifikaları, Türkiye tecrübesi ve bir vaka çalışması. *Istanbul Journal of Economics*, 68, 1-44.  
<https://doi.org/10.26650/ISTJCON414489>

iş planlarının ve senaryo analizlerinin önemi, yatırımcıların teminat talepleri, hukuksal ve finansal inceleme süreçlerine hazırlık, bağımsız denetim, ihraç sonrasında dikkate alınması gerekli hususlar değerlendirilmiştir.

**Anahtar kelimeler:** Kira sertifikası, sukuk, faizsiz finans

## ABSTRACT

### Lease Certificates: A Case Study Using a Turkey Experience

The purpose of this study is to explore and discuss the international practices of "sukuk" (lease certificate) issuance and the local experiences in Turkey. In addition, a sukuk issuance in Turkey has been analyzed as a case study, after which a recommendation list is prepared for potential issuers. The functions of the ijara sukuk issuance and sales processes, which are used extensively in practice, and the establishment and characteristics of the Special Purpose Vehicle (SPV) have also been examined. The aim is to reduce the reservations of private sector companies and increase their knowledge levels to effectively utilize the issuance of sukuk in growth financing.

The major difficulties in Turkey and other countries' practices have also been discussed. These issues involve the use of investor rights in case of default after issuance, SPV management, liquidity of sukuks, reference price, risk management, and compliance with the Basel capital and liquidity regulations.

In this work, we examined a lease certificate that was issued by a manufacturing company in a scale of SME in 2013. In the case study, the general company structure, production, sales, and business structure of the issuer company were examined. The collateral structure and working methods with international finance and credit insurance institutions were analyzed, along with the measures required for protecting the rights of the investors. Results indicated the advantages and difficulties of sukuk issuance as well as the importance of business plans and scenario analysis, collateral requirements of investors, preparation for legal and financial due diligence processes, and the conduct of an independent audit.

**Keywords:** Lease certificate, sukuk, Islamic finance

## EXTENDED ABSTRACT

"Sukuk" issuance in Turkey has great potential as it is still considered to be in the initial stage, especially in the private sector. Considering Turkey's potential, it can be said that the private sector in our country is more advantageous in terms of development and diversity than its counterparts in countries that have more experience in sukuk issuance when. To maximize this opportunity, several factors need to be considered: the issuance procedures must be better understood by companies, the primary and secondary markets must be expanded, the number of issuance to be included in the public sector must be increased as an indicator of private sector issues, indices for this area must be established, costs must be reduced, and international certification should be obtained.

As a case study, the lease certificate belonging to a small and medium-sized manufacturing industry company in 2013 was examined. In the framework of the approval of the Capital Markets Board for the sale of qualified investors residing abroad, a total of 5 million Euros worth of 12 million Euros nominal value, with 5-year maturity lease certificates and monthly rent payable was issued. An SPV Joint Stock Company was also established for such issuance.

The Company with about 300 employees is preferred by major projects, large industrial enterprises, and main suppliers in Turkey. Furthermore, almost 80% of the sales of the company production are delivered to the most technically demanding markets of Germany, Austria, France, Britain, and other Western Europe countries. This is a Company that has succeeded in realizing such an achievement through its distributors in these countries. The sukuk issuer company is among the top 300 exporters in Turkey and the second out of 500 large firms in industrial companies based on the annual list published by the Industrial Chamber of Istanbul.

Despite the high growth rate achieved in 2010 and 2011, the financing institutions' failure to achieve expected finance resources in Turkey has affected the Company's profitability negatively; thus, it failed to meet increasing demand. Under these circumstances, the Company has started to seek international financing in 2012. A German financial service investment firm was convinced that long-term financing would facilitate both the profitability of the company and future growth with increasing demand.

In the case of findings obtained from the Case Study, we observed that the sale process of the international qualified investors in the issuance of the lease certificate included several important issues listed below.

- In addition to the existing alternative channels for the manufacturing industry companies, there are various advantages in employing sukuk-based financing. The first one is that the manufacturing industry companies must acquire new long-term financing opportunities against their current fixed assets.
- Sukuk issuances provide a cash flow and financing model for producers

with fixed assets, which does not only generate income through production, but also cash flow and financing for the asset pool within the protective shield provided by the sukuk model through the asset leasing companies.

- The protection of assets transferred to the SPV by law is important both for the issuers and for the investors in terms of projects and production continuity. In Turkey, this protection is available with the regulations introduced under the Capital Market Law.
- As the conditions are determined from the beginning during the legal period of the transaction, there is no risk of encountering unexpected credit cost changes.
- As seen in the example of the case study, tangible assets have accumulated in the international sukuk issuance. Thus, Turkish producers competing in the global market have more advantages and can make large-scale investments if they use this model effectively to secure long-term financing.
- Requests like full guarantee for insured assets and insured transactions that are similar to insured assets during the international sukuk issuances, especially for the first-time issues, may come into the agenda.
- The establishment of the SPV did not take a long time, but the business plans and the five years' worth of worst case scenario estimates were required.
- The compliance of the Company's financial statements with IFRS will speed up the process.
- Financial and legal due diligence processes will be carried out before the issuance.
- Although it may be changed according to the agreement made with the issuing company, it may be important to put a limit on profit distributions for as long as the sukuk maturity arrives.
- The financial statements, especially the annual financial statements after the issuance, may need to be audited.
- In case of changes in partnership after issuance, there may be requests for the independent auditing of large-scale investments with the approval of new investors.
- Part of the amount obtained from the issuance may be allocated for

repayment advances (25% in our case) to sukuk investors and qualified investors. This ratio may/may not be reduced depending on the issuer company and the project.

## 1. Giriş

Global sukuk ihraçları 2000'li yıllardan itibaren önemli artışlar göstermiştir. Sukuk ihraçları halen Malezya ve Körfez ülkelerinde yoğunlaşmış olmakla birlikte, Afrika, Doğu Asya ve Avrupa'da yeni ihraçlarla çeşitlilik giderek artmaktadır. İhraçlar genelde Malezya Ringit ve ABD Doları bazlıdır. Sukuk talebi arz miktarından genelde daha fazla olduğundan pek çok ihraçta arzın üstünde taleple karşılanmaktadır. Sukuk yatırımcıları yatırım tutumu ve stratejisinde genelde vade sonuna kadar "Satın al ve Tut" yaklaşımını tercih etmektedirler.

Sukuk ihraçlarının henüz başlangıç aşamasında olduğu dikkate alındığında, önümüzdeki dönemde özellikle altyapı yatırımlarının finansmanında hem Müslüman ülkelerde hem de Batılı ülkelerde potansiyel bir finansman aracı olabileceği öngörülmektedir. Bunun için özellikle sınır ötesi yorum ve uygulama farklılıkların çözülmesi ve uyumlaştırılması gereklidir (Skully, 2012). Sukuk piyasası özel sektörün finansman ihtiyacı ve alt yapı yatırımlarının finansmanının yanı sıra kamu finansmanı ve borç yönetiminde de kullanılabilir (Saidi, 2012).

Sukuklar ihraççılara varlık çeşitlendirmesi ile orta ve uzun vade finansman imkanları sağlamaktadır. Devletlerin çeşitli altyapı ve proje finansmanı için ihraç ettikleri sukuklar (sovereign sukuk) hem sermaye piyasalarında İslami fonlama esaslarına uygun bir araç imkanı sunmakta hem de özel sektör ihraçları için referans fiyat oluşumu için baz teşkil etmektedir. Bu tür sukuklar ayrıca ülke merkez bankaları için likidite yönetimlerinde ilave bir mekanizma sunmaktadır. Bahreyn, Malezya ve Katar bu likidite imkanını etkin kullanan ülkeler arasındadır.

Sukuklar altyapı projeleri finansmanında yoğun şekilde kullanılabilen ürünlerdir. Bankacılık kesimi kaynaklarının daha sınırlandırıcı yapısına karşılık sukuk kaynaklı finansman imkanları bu altyapı açığını kapatmak için kullanılmaktadır.

Malezya hava alanları, limanlar ve yollar gibi altyapı yatırımlarının finansmanında sukuk ihraçlarından yoğun şekilde yararlanmaktadır. Körfez ülkeleri de bu yöntemi izlemeye çalışmaktadırlar. Kamu özel sektör işbirliği ile yapılan altyapı projelerinde de sukuklar iyi bir teminat yapısı sunmaktadır. Bu açıdan proje finansmanında da uygun bir araç niteliğindedir. Ülkemizde ticari bankacılığın hakim olması nedeniyle proje finansmanına yönelik krediler genelde ihtisas kredileri şeklindedir (Arıcan, Tanınmış Yücememiş, Okay ve Demirci, 2014). Faizsiz finansman alanında çalışan bankalar için önemli bir diğer husus, İslami finans esaslarına uygun çalışan para piyasalarının henüz istenen gelişmişlik düzeyine ulaşamamış olmasıdır. Örnek olarak IFSB (The Islamic Financial Services Board) tarafından 2014 yılında yapılan bir araştırmada 24 ülkeden sadece 6'sında faizsiz finansman esaslarına uygun bir nihai ödünç verme mekanizması (Last Resort) bulunmaktadır.

Global sukuk ihraçlarının üçte ikisi halen Malezya'da ihraç edilmekte olup, Malezya'daki ihraçlar çoğunlukla yerel para cinsinden yerel piyasada gerçekleşmektedir. İhraçlar açısından Malezya'yı takip eden Körfez bölgesi ülkelerinde ise (Gulf Cooperation Council/GCC) dolar bazında ve uluslararası piyasalar odaklı gerçekleştirilmektedir. Endonezya, Pakistan ve Türkiye sukukun finansman aracı olarak gelişmeye başladığı diğer ülkeler arasındadır. Konvansiyel finansman yöntemlerinin oldukça güçlü olduğu İngiltere, Hong Kong, Lüksemburg, Güney Afrika ve Çin'de de sukuk ihraçları başlamış durumdadır. Ülkelerin önemli varlıklarının sukuklar ile menkul kıymetleştirilerek ekonomiye kazandırılması sözkonusudur. Bu şekilde uluslararası ihraçlardan pay almak ve daha uygun maliyet koşulları ile fon bulmak için yeni bir alternatif kanal durumundadır (Büyükkın ve Önyılmaz, 2012; Küçükçolak, 2008).

Kamu/Özel sektör sukuku ayırımında devletlerin ihraç ettikleri sukuklar kısa vadede daha fazla pay almakla birlikte, özel sektör şirketlerinin ihraç ettikleri sukuklar 2014 yılı itibariyle toplam piyasanın % 40'ını oluşturmaktadır. Sukuklar İslami Finans prensipleri açısından belirli hususlara uygunluk içermelidir:

- i. Sukuk aracılığıyla artırılan fonların helal kabul edilen faaliyet kaynaklı olması gereklidir.

- ii. Elde edilen fonların maddi varlıkların finansmanında kullanılması mümkündür. Varlıkların özelliği önemli olduğundan, sukuklar tahvillerden farklılaşarak ihracının genel finansal ihtiyaçlarının karşılanması için kullanılamaz.
- iii. Sukuk yatırımcılarının elde ettiği gelirler dayanak varlıktan kaynaklı gelirler olması gereklidir.
- iv. Sukuk yatırımcıları dayanak varlığın sahiplik hakkına ve ondan kaynaklı nakit akışına sahiptirler.
- v. Diğer tüm İslami finans enstrümanlarında olduğu gibi getirilerde sabit bir garanti bulunmamalıdır.

Sukukların dayanak varlığa yönelik olarak ihracının modellenmesindeki farklılıklar aşağıdaki şekildedir.

<b>Varlığa Dayalı Sukuklar (Asset Backed Sukuk)</b>	<b>Varlık Bazlı Sukuklar (Asset Based Sukuk)</b>
SPV'ye (Special Purpose Vehicle/Özel Amaçlı Kuruluş) varlıklar nihai gerçek satış niteliğinde yapılır	SPV'ye geri alınmak üzere varlık satışı yapılır
Sukuk sahipleri dayanak varlığa rücu etmek hakkına sahiptirler	Sukuk sahipleri dayanak varlığa tamamen veya kısmen rücu hakkına sahip değildirler
Dayanak varlık üçüncü taraflara satılabilir.	Kaynak kuruluş tek alıcı konumundadır.
Varlıklar vade sonunda piyasa değeri üzerinden satın alınır.	Geri alım değeri olarak belirlenen üzerinden satın alınır.
Sukuk sahipleri varlıkların değerlenmesinden yararlanırlar.	Sukuk sahipleri dayanak varlıkların değerindeki yükselişten yararlanmazlar.
Dayanak varlığın türü ve değerine göre teminatlandırılmıştır.	Teminatlandırılmamıştır. Kaynak kuruluşun teminatsız borcu gibi derecelendirilir.

Kaynak: (Bacha, 2013)

İcara sukuk yapısında sukuk sahiplerinin İslami finans açısından sukukun dayanağı olan maddi varlığın mülkiyetine sahip olması zorunlu olmakla birlikte uygulama binlerce sukuk sahibinin adına mülkiyet kaydının zorluğu nedeniyle fon ihtiyacı bulunan kaynak sahibinin (originator) kurduğu SPV dayanak varlık açısından sukuk sahiplerinin yediemini gibidir (Saeed ve Salah, 2012). Bazı uygulamalarda ise genelde vergisel ve devlet mallarının bölünmezliği gibi nedenlerle kaynak kuruluş (originator) tarafından dayanak varlığın SPV'ye transfer edilmesi de mümkün olamayabilir. Bu durumda mülkiyetin SPV'ye geçirilememesi karşısında bunu telafi

edici şekilde kaynak kuruluştan teminatlar ve diğer garantiler alınması yoluna gidilir. Ayrıca böyle bir örnekte sukuk sahipleri dayanak varlıklar yerine kaynak kuruluşu (originator) müracaat edebilirler. Bu gelişmeler sukuk uygulamalarında varlığa dayalı sukuklardan (asset-backed sukuk) varlık bazlı sukuklara (asset based sukuk) geçişe sebep olmuşlardır (Haneef, 2009; Saeed ve Salah, 2012).

Yine uygulamada duyulan ihtiyaçları karşılamak üzere, sukuk türlerinden biri de hibrid (karma) sukuk ihraçlarıdır. Böyle bir örnekte dayanak varlık havuzunda sadece icara sukuk sözleşmeleri değil, murabaha ve istisna sözleşmeleri de yer alır. Bu yapı fonların mobilizasyonuna daha fazla imkan verir (Tariq ve Dar, 2007). Hibrid sukuklar daha ziyade sözleşmelerin yeniden finansmanı aracı niteliğindedir. Bu yönü ile menkul kıymetleştirmeye benzer. Hibrid sukuk yapısının işleyişinde önce kaynak kuruluş (originator) dayanak varlıklarla birlikte murabaha ve istisna sözleşmelerini de SPV'ye transfer eder (Dar Al Istithmar, 2006). SPV sukuk ihraç eder ve sukuk alıcılarından topladığını kaynak kuruluşu öder. Ayrıca icara, murabaha ve istisna sözleşmelerinden gelen gelirleri de sukuk sahiplerine öder. Belirlenen vade tarihinde de kaynak kuruluş varlıklarla birlikte murabaha ve istisna sözleşmelerini SPV'den geri satın alır (Dar Al Istithmar, 2006). Genelde hibrid sukuklarda varlık havuzunun % 51'inin icara sukuk kaynaklı maddi varlıklardan oluşması istenir. Zira murabaha ve istisna sözleşmeleri borç yaratma özellikleri nedeniyle İslami finans prensiplerine göre ikincil piyasalarda işlem görememektedir (Tariq ve Dar, 2007).

## **2. Finansman Aracı Olarak Sukuklar**

### **2.1. Özellikleri ve Yapısı**

Sukuk genel itibariyle sadece likiditeyi ve nakit akışını değil, mülkiyet hakkı ve yararlanma hakkını birlikte ihtiva eder. Bu, sukuku geleneksel borçlanma araçlarından ve bonolardan farklılaştıran en önemli noktadır.

Bonolar belli bir vade ve belli bir faiz oranı taşıyan borçlanma araçlarıyken, sukuk sahipleri dayanak varlıklar üzerinde tam tasarruf hakkını elde etmektedirler.



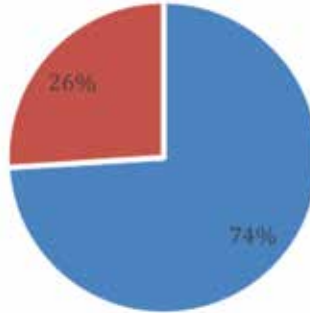
Sukukların borçlanma araçlarıyla benzerlikleri arasında ise pazarlanabilirlikleri, farklı çeşitleri olabilmeleri ve derecelendirilebilmeleri sayılabilir (Adam ve Thomas, 2004).

Sukukların temel prensiplerinden biri varlığa dayalı olarak ihraç edilmesidir. Eğer varlığa dayalı bir yapı yoksa, o zaman fonlama da yoktur şeklinde özetlenebilecek bu prensip sukuk modellemelerinin temelini teşkil eden hususlardan biridir (Ariff, Iqbal, ve Mohammad, 2012).

Konvansiyonel tahvil ihraçlarında ödünç alınan tutarın geri ödenmesi söz konusu iken, sukuk ihraçlarında alacaklarda kısmen sahiplik (murabaha), kiralama (icara), inşaat ve imalat (istisna), varlıkların taksitli olarak teslimi (salam), ortak girişim (mudaraba), yatırım (istitmar), ana sermayenin garanti edilmediği ve getirinin dayanak varlığın performansına göre değiştiği yapıları kapsamaktadır.

**Tablo 1: Sukuk İhraçlarının Piyasa Dağılımı**

Sukuk İhraçlarının Piyasa Dağılımı



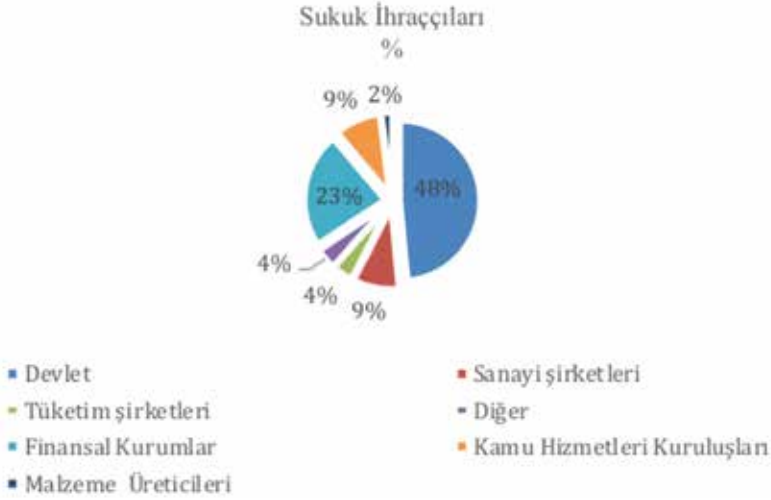
■ Yurtiçi lokal Piyasa ■ Uluslararası Piyasa

Kaynak: Zawya (2014)

Faizsiz bankacılık uygulamaları temelinde şekillendirilmiş ve uluslararası piyasalarda giderek artan bir öneme sahip sermaye piyasası aracı olarak tanımlanan sukuk, ülkemizde de hem kamu hem de reel sektör borçlanmalarında önemini

artması beklenen bir finansal üründür. Sabit getiri, faiz taşıyan borçlanma araçlarına İslami finans sisteminde izin verilmemektedir.

**Tablo 2: Sukuk İhraççıları**



Kaynak: Zawya (2014)

## 2.2. Piyasanın Gelişmesinde Önemli Faktörler

Sukuk ihraçlarına yönelik piyasa altyapısının güçlendirilmesi ihraçların hacminin artırılmasında kritik öneme sahiptir. Sukukların vergilendirilmesinde piyasanın oluşumunun desteklenmesi, İslami Finans esaslarına uyum ve doğru menkul kıymetlendirme amaçlarıyla giderek daha sofistike hale gelen yapıları nedeniyle sağlam bir piyasa altyapısına sahip olunması öncelikli önem taşımaktadır.

Özel sektör şirketlerinin büyüme finansmanında sukuk ihracına yönelmeleri yavaş gelişim göstermektedir. Bu durumda özel şirketlerin kamuyu aydınlatma ve şeffaflık konularında çekinceleri ile birlikte ürünler ve sağlayacağı faydalar konusunda yeterince bilgi sahibi olmamaları da önemli etkenler arasındadır. Özel sektör şirketlerinin sukuk ihraçlarından sağlayabileceği yararlar arasında (Adam ve Thomas, 2004);

- i. Geleneksel bankacılık kesiminden finansman alternatifleri dışında yeni bir

- finans kanalına ulaşarak şirket finansman alternatiflerini genişletmek,
- ii. Bilanço dışı finansman yoluyla şirketin borçluluk oranlarının yükselmesini önlemek,
  - iii. Geleneksel bankacılık kesiminden sağlanan fonlamaya göre daha az maliyetle fonlama yapmak,
  - iv. Bankacılık kredilerine göre daha uzun vadeli fon kullanabilmek,
  - v. Şirketin piyasadaki repütasyonunu katkıda bulunmak,
  - vi. Banka kanallarının yoğun kullanımını önlemek nedeniyle diğer stratejik yatırımlara daha fazla imkan bulabilmek sayılabilir.

Sukuk ihraçlarında pek çok ülkede halen güçlük doğuran hususlar aşağıdaki gibi belirtilebilir:

- i. Yeddiemin ve menkul kıymet düzenlemelerinin ya yeterince gelişmemiş olması veya henüz olmaması,
- ii. İflas ve ödeme aczi rejimlerinin yeterince gelişmemiş olması,
- iii. Vergilendirme sistemlerinin sukuk sözleşmelerinin özelliklerini dikkate almaması,
- iv. Kredi ve borç değerlendirme araçlarının yeterince gelişmemiş olması,
- v. Merkezi bir kurulun bulunmaması nedeniyle İslami esaslara uygunluk konusundaki yorumların farklı olması,
- vi. Hukuk sisteminin geçmişte yaşanmış ödeyemezlik (default) durumlarında güçlük yaşamış olması,
- vii. Bankalararası para piyasalarının ve merkez bankası açık piyasa işlemlerinin eksikliğinin ve yeterince gelişmemiş olmasının piyasa likiditesini olumsuz etkilemesi

Sukuk piyasasının gelişimini etkileyen unsurlar arasında standardizasyon, yatırımcı koruması, yönetim ve likidite zayıflığı uluslararası düzeyde üzerinde durulan konular arasındadır.

Literatürde uluslararası uygulama ve standart uyumunu sağlamak için AB'deki "European Financial Passport" uygulamasına benzer bir "İslami finansal pasaport" uygulaması üzerinde çalışılması önerilmektedir (Saidi, 2012).

Sukuk piyasalarının regüle edilmesinde önem taşıyan hususlardan bir diğeri faizsiz finans prensiplerine uygunluğu sağlayacak yapının kurulmasıdır. Mevcut sukuk piyasalarında İslami esaslara uygunluk veren yapılanmalar üç şekilde kurgulanmaktadır. Batılı ülkelerde düzenleyici otoriteler doğrudan bu alana girmeden şeffaflık ve yatırımcının doğru bilgilendirilmesiyle ilgilenmektedir. Malezya gibi modellerde ise bu uygunluğu kontrol etmekle yükümlü merkezi bir kurul görev yapmaktadır. Dubai modelinde ise İslami finans konularında çalışan firmaların bünyelerinde bir gözetim kurulu bulunması gerekli görülmektedir (Casey, 2012).

Özel sektör sukuk ihraçlarında özellikle önem taşıyan konuların başında, herhangi bir nedenle yüklenicinin/kurucunun iflası veya ödeyemezlik durumu karşısında yatırımcıların sukukun dayanağı olan varlıklar üzerindeki haklarını kullanma süreci gelmektedir. Uluslararası uygulama örneklerinin bir kısmında, bunlar "varlık bazlı (asset based) yapılar" olarak adlandırılmaktadır. Sukukun dayanağı olan varlıkların yasal mülkiyeti yasal ve vergisel sınırlamalar nedeniyle yüklenici/kurucudan SPV'ye geçirilememektedir. Bu durumda herhangi bir ödeyemezlik (default) durumunda, yatırımcılar otomatik olarak sukukun dayanağı olan varlıkların kontrolünü elde edememektedir, onun yerine yüklenici/kurucuya yönelik tazmin girişiminde bulunabilmektedir. Yatırımcı korunması açısından, "varlığa dayalı (asset backed ) sukuk" adlandırılan ve sukuk ihraçlarının dayanağı olarak varlıkların mülkiyetinin de geçirildiği ve gerçek varlıkların yer aldığı yapılanmalarında ise sukuk ihraçlarının hacmini daraltabileceği endişesi bulunmaktadır.

Yatırımcılar cephesini ilgilendiren diğer bir husus sukukların yönetimidir. Bu kapsamda ihraç öncesi ve sonrası şeffaflık ve kamuyu aydınlatma düzeyi ile yatırımcı erişebilirliği önemli noktalar. Sukukların nitelikli yatırımcılara satılması durumunda ise, riskleri daha iyi değerlendirilebilecek bu yatırımcı profiline özgü şeffaflık ve kamuyu aydınlatma çerçevesinin belirlenmesi önemlidir.

Sukuklar açısından likidite daha ziyade sukukun türüne göre değişmektedir. Bazı sukuk türleri islami finans kurallarına göre ikincil piyasa işlemlerine uygun

görülmemektedir. Bu kapsamda sukuk yatırımcılarının büyük çoğunluğunun satın al ve tut yaklaşımını tercih ettiklerini söylemek doğru olur. İkincil piyasa işlemlerinin ve referans alınacak bir fiyatın olmaması yatırımcıların portföylerindeki sukukların değerlemesini yapmada güçlük doğurmaktadır.

Sukukların içerdiği risk gruplandırması olarak piyasa riski, dayanak varlık riski, düzenleme ve operasyonel riskler belirtilebilir. Genelde sukuk ihraçlarında gerçek bir varlık satışı ve menkul kıymetlendirme olmadığından, pek çok sukuk ihracı ihraççının ve yüklenicinin kredi riskiyle bağlantılı olarak "senior unsecured debt" diğer deyişle teminatsız rüçhanlı borç olarak gruplandırılmaktadır.

Sukuklar nisbeten zayıf düzenleyici altyapı ve ihraççı/ yatırımcı tabanının yoğunlaşmasından kaynaklı risklere de maruz kalabilirler. İkincil piyasaların ve para piyasalarının göreceli likidite düzeyinin düşük olması, ihracın islami finans esaslarına uygun görülmemesi, ortaklıktan kaynaklanacak hissedarlık riskleri de karşılanması gerekli riskler arasında sayılabilir.

İflas ve ödemeden acizlik rejimlerinin güçlendirilmesi, sınır ötesi çözümlerinin geliştirilmesi ve tüketici/yatırımcı bilgi düzeyinin artırılması öncelikli önemdedir.

Belirtilen güçlüklerin aşılmasında menkul kıymetleştirmenin ve işlem görebilir (tradable) yapıların desteklenmesi, ikincil ve para piyasalarının derinleştirilmesi, merkezi bir islami esaslar uygunluk kurulunun oluşturulması, islami finansmana uygun bir derecelendirme metodolojisinin geliştirilmesi, şeffaflığın artırılması ve doğru fiyatlamanın temini yararlı olacaktır. Basel III sermaye ve likidite düzenlemelerine uygunluğun sağlanması da ürüne olan talebi pozitif etkileyecektir. Uluslararası standart koyucu kuruluşların global standartlar getirmeye yönelik çalışmalarının desteklenmesi sukuk ihraçlarının artışında önem taşımaktadır.

Diğer yandan, yurtiçi lokal sukuk ihracı gerçekleştiren ülkeler giderek artmaktadır.

**Tablo 3: Yurtiçi Lokal Sukuk İhracı Gerçekleştiren Ülkeler**

Devlet ve Devlet Kuruluşlarının Yurtiçi Sukuk İhraçları	Özel Sektör Şirketlerinin Yurtiçi Sukuk İhraçları
Bahreyn, Bangladeş, Brunei, Gambia, Hong Kong, Endonezya, Lüksemburg, Malezya, Pakistan, Katar, Suudi Arabistan, Türkiye, Birleşik Arap Emirlikleri, İngiltere, Yemen	Fransa, Hong Kong, Endonezya, Malezya, Nijerya, Suudi Arabistan, Türkiye, Birleşik Arap Emirlikleri, ABD

**World Bank Group (2014). Sukuk markets, policy research working paper, 7133.**

Sukuk piyasalarının geliştirilmesi için yasal düzenleme yapılması yeterli değildir. Piyasalaşma açısından çeşitli hususların tamamlanması da gereklidir. Sukuk ihracını talep edecek ihraççıların yanı sıra yurtiçinde bu alana yatırım yapacak finansal yatırımcıların da bulunması gereklidir. Katılım bankacılığının yanı sıra bu ürünlere yönelik çalışan sigortacılığın ve fonların da gelişmiş olması elzemdir.

**Tablo 4: Sukuk Piyasalarının Geliştirilmesi**

Hukuki ve Düzenleyici Çerçeve	Sukuk ihraçları ve yatırımcı güveninin sağlanması, iflas, anlaşmazlık çözümü  Şeffaflık, yatırımcı güveni, kamu yararı, istikrarlı finansal yapı
Para Piyasaları	Uzun vadeli finansal ürünlere olan talebin desteklenmesi ve likidite yönetimi, repolardaki teminat yapısı vb.
Referans Fiyat	Daha fazla sayıda ürün ve ihraççı için fiyatlandırma ve değerlendirme yapmada referans fiyat oluşumu  Kamu politikaları ve yatırım kararları ile desteklenmesi
Birincil Piyasalar	Etkin ihraç düzenlemeleri ve sistemleri ile piyasa erişiminin hızlandırılması  Sukuk ihracının alternatif bir finansman kaynağı olarak benimsenmesinin desteklenmesi
Yatırımcı Tabanı	Birincil ve ikincil piyasalardaki talep ve likiditenin teşvik edilmesi

Piyasa yapısı, takas ve saklama, ikincil piyasalar	Güvenilir ve etkin bir takas ve saklama sistemi temini Fiyat oluşumu, şeffaflık ve likiditenin desteklenmesi
Vadeli piyasalar	İhraççılar ve yatırımcılar için risk yönetim araçlarının sağlanması Spot ve vadeli piyasalar fiyat oluşumunun temini

**World Bank Group (2014). Sukuk markets, policy research working paper,7133.**

Uluslararası piyasalarda sukuk ihraçları bir yandan bu alanda yatırım yapan uluslararası yatırım fonlarına erişimi sağlarken diğer yandan özellikle altyapı yatırımları başta olmak üzere stratejik yatırımlara kaynak bulmada önemli bir potansiyel taşımaktadır. Yurtiçi lokal sukuk piyasaları ile uluslararası sukuk piyasaları işleyişinde benzerlikler bulunsa da öncelikler farklıdır. Örneğin kredi derecelendirme uluslararası piyasalardaki ihraçlar için daha kritik önemdedir. İhracın gerçekleştirileceği hukuk sistemi de özellikle vergilendirme ve tabi olunacak hukuki rejim açısından önem taşımaktadır.

Uluslararası sukuk ihraçlarına giderek Avrupa ve ABD merkezli kurumsal yatırımcılar da ilgi göstermektedirler. Özellikle sigorta ve hedge fonlar uluslararası sukuk ihraçlarının aktif yatırımcıları konumdadırlar. İhraççılar cephesi açısından da İslam ülkeleri dışındaki ülke merkezli ihraççılar da artmaktadır. Almanya, Hong Kong, Lüksemburg, Güney Afrika, İngiltere, Güney Kore bu ülkeler arasındadır. Büyüklük ve yatırımcı güveni açısından bugüne kadar uluslararası sukuk ihraçları çoğunlukla devletler ve devletle bağlantılı kuruluşlar tarafından gerçekleştirilmiştir.

Türkiye açısından bakıldığında gerek kamu ve gerekse özel sektör kuruluşlarınca gerçekleştirilen uluslararası sukuk ihraçlarında, ihraç ve kotasyon yeri olarak genelde Dublin, Londra ve Frankfurt'un tercih edildiği görülmektedir. Pek çok uluslararası sukuk ihracında genelde düşük maliyetler ve vergilendirme nedenleriyle offshore merkezlerde (Cayman adaları, New Jersey vb) kurulu SPV'ler (Special Purpose Vehicle, Özel Amaçlı Şirket) kullanılmaktadır.

### 2.3. Sukuk Piyasalarının Mevcut Gelişimi

Katılım Bankaları Birliği'nin verilerine göre, 2015 yılı sonu itibari ile sukuk piyasası hacmi 342 milyar ABD doları olup bir önceki yıla göre %14 artış göstermiştir. İhraç sayısı ve hacim açısından Malezya ilk sıradadır. Malezya'nın toplam işlem hacmi içindeki payı %55 seviyesindedir. Aynı şekilde Malezya Güneydoğu Asya piyasasını da domine etmekte olup bu bölgenin işlem hacmindeki payı %88'dir.

T.Katılım Bankaları Birliği'nin verilerine göre, Malezya ve Endonezya'nın kamu kuruluşlarınca ihraç edilen sukuklar toplam global sukuk işlem hacminin büyük kısmını teşkil etmektedir. Ülke Hazineleleri tarafından yapılan ihraçlar sukuk piyasasının büyük bölümünü oluşturmaktadır. Hong Kong ve Singapur da önemli sukuk ihraççıları arasında yer almaktadır. Tunus, Mısır, Fas ve diğer Afrika ülkeleri de sukuk piyasasından pay almaya çalışmaktadır.

Körfez bölgesinde ise Katar en aktif sukuk ihraççısı ülke durumundadır. Katar Hazinesi tarafından yapılan sukuk ihraçları Körfez bölgesindeki ihraçların %60'ını teşkil etmektedir. Kuveyt, Bahreyn ve Umman bütçe ihtiyaçları nedeniyle sukuk piyasasında yer almaya çalışmaktadır.

Hong Kong ve Lüksemburg faizsiz finans alanında dünyada en yüksek büyümeyi sağlayan ilk 10 ülke içindedir.

Suudi Arabistan Vizyon 2030 adıyla bir reform planı hazırlamış olup, bu plan gereğince 2030 yılına kadar devletin petrol harici gelir tutarının 267 milyar ABD dolarına yükseltilmesini ve özel sektörün milli gelire %65 oranında katkıda bulunmasını hedeflediği için önümüzdeki dönemde Suudi Arabistan'ın sukuk piyasasında daha yoğun şekilde yer alacağını söyleyebiliriz.

İran yoğun altyapı ihtiyaçları kapsamında önümüzdeki 10 yıllık sürede 1 trilyon ABD doları finansmana ihtiyaç duyacağı tahmin edildiğinden sukuk piyasasının önde ülkelerinden biri olmaya devam edeceği öngörülmektedir.



Batı ülkelerinde İngiltere en derin faizsiz bankacılık piyasasına sahiptir. Söz konusu varlıkların büyüklüğü 4 milyar ABD dolarını aşmaktadır. İngiltere, Brexit sonrası alt yapı yatırımlarının finansmanında faizsiz finans piyasalarını daha yoğun şekilde kullanması beklenmektedir (Türkiye Katılım Bankaları Birliği, 2016).

Uluslararası finans kuruluşları da sukuk ihraçlarında yer almaya başlamıştır. IFC, IBRD, Worldbank, Islamic Development Bank bu kuruluşlar arasındadır.

Sukukların derecelendirilmesi konusunda özel sektör şirketlerine örnek olabilecek ihraç tecrübeleri mevcuttur. Örnek olarak filo kiralama sektöründe çalışan bir Körfez özel sektör şirketinin derecelendirilmiş sukukları, uluslararası piyasada ihracında, özel şirket bilançosunu yeniden yapılandırma amaçlı olarak filo kiralamadan doğan leasing gelirlerini kurduğu bir SPV üzerinden sukuk ihraç ederek kaynak temin etmiştir (Adam ve Thomas, 2004). Ülkemizde filo kiralama şirketlerinin sukuk ihraçları için yeni bir kanal olarak değerlendirilmesi önem taşımaktadır.

Uluslararası sukuk ihraçlarında dikkate alınan konulardan biri de, herhangi bir ödemezlik (default) durumunda yabancı bir mahkeme kararının lokal uygulamasının taşıdığı zorluklardır. Bu durum uluslararası ihraçların çoğunluğunun büyük ölçüde devlet veya devlet bağlantılı kuruluşların ihraçları olmasının sebeplerinden biridir. Hedef yatırımcı kitlesi ve ihracın yapılacağı merkezin belirginleştirilmesi önemlidir. Daha fazla sayıda ve çeşitlilikte yatırımcıya ulaşabilmek için bu alanda daha aktif finansal merkezler (Londra, Dublin) tercih edilmektedir. Uluslararası piyasalara erişim imkanı kısıtlı olan ihraççılar için ise lokal piyasası daha gelişmiş ülke piyasaları seçilmektedir. Örneğin Malezya çok sayıda İslami ürün yatırımcılarına sahiptir.

İcara sukuklar pek çok piyasada satılabilme ve likidite özelliği nedeniyle ihraçlarda tercih edilen sukuklar arasında gelmektedir. Ancak icara sukuklarda aktiflerin rehin ve ipotek edilmesi gerektiğinden yeterli aktifi olmayan ihraççılar için bu sukuk türü uygun nitelik taşımayabilir.

2017 yılı içindeki önemli ihraçlar arasında Dubai Islamic Bank'ın 5 yıl vadeli 5

milyar dolarlık ihracın ilk dilimi olan 1 milyar dolarlık sukuk ihracı, Katar Devleti'nin 2.1 milyar dolarlık ihracı, Dubai Investment Corporation'ın 1 milyar dolarlık ihracı, Malezya Devleti'nin 1.8 milyar dolarlık ihracı sayılabilir. 2017 yılı birincil sukuk ihraçları piyasası açısından Malezya'da ağırlıklı olarak özel şirket sukuk ihraçları, Körfez ve Orta Doğu'da ise devlet sukuk ihraçları ağırlıktadır. 2017 yılında petrol fiyatlarında yükselme ve sıkılaştırıcı mali politikalar nedeniyle özellikle Körfez bölgesi ülkelerinde sukuk ihraçları ile kamu açıklarının finanse edilmeye çalışıldığı anlaşılmaktadır. Özel sektör açısından ise finansal hizmetler sektörünün sukuk ihraçlarına liderlik ettiği, bu ihraçlarla Basel III'ün getirdiği Tier 1 ve Tier 2 sermaye yükümlülüklerine uyum sağlamayı hedefledikleri gözlenmektedir (Bank Negara Malaysia, 2017).

Uluslararası sukuk piyasasının özellikleri incelendiğinde göze çarpan önemli noktalar aşağıdaki gibi belirtilebilir (Kammer ve ark., 2015):

- i. Sukuk piyasası, ihraççılar ve yatırımcılar açısından taşıdığı özellikler nedeniyle tercih edilmektedir. İhraççılar çok geniş yelpazedeki faaliyetlerini ve kalkınma projelerini finanse edebilirken, yatırımcılar da çoklu varlık çeşitleri ve farklı tekniklerle orta ve uzun vadeli yatırım ürünlerine yatırım yapabilmektedirler.
- ii. Sovereign sukuk (devlet sukukları) ihraçları sermaye piyasalarında İslami finans kurallarına uygun olarak referans fiyat oluşumuna imkan sağlamak için önce ihraç edilmeye başlanmıştır. Devlet sukukları aynı zamanda Merkez Bankalarının likidite yönetimlerini de kolaylaştırmaktadır.
- iii. Sukuklar altyapı projelerinin fonlanmasına oldukça uygun enstrümanlardır. Bankacılık sektörünün kendi özel regülasyonları nedeniyle altyapı yatırımlarının finansmanında çok fazla seçici şekilde kaynak ayırabildiklerinden pek çok ülke altyapı projelerinin finansmanında güçlük çekmektedirler. Sukuklar altyapı projelerinin finansmanında söz konusu açığın kapanmasında etkin kullanılabilirler. Sık kullanan ülkelerden Malezya'nın yanı sıra Körfez ülkeleri de sukuk ihraçları ile havaalanları, marinalar ve karayolları projelerini finanse etmişlerdir.
- iv. PPP (Kamu Özel Ortaklığı) ile altyapı finansmanındaki yapıya uygundur. Yatırımcılar sukuk ihracına dayanak varlığı finanse etmekte ve ona menkul

kiymetleştirme yoluyla sahip olmakta ve vade sonunda devlete iade etmektedirler. Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme ile sukuk ihraçları piyasası derinleşme imkanı bulmaktadır. Bu modelde bir SPV (Special Purpose Vehicle) kurmak suretiyle satış ve geri alış işlemleri bu SPV üzerinden gerçekleştirilmektedir. Sukuk Mudaraba şeklindeki ihraçlar ikincil piyasalarda işlem görebildiklerinden ilave imkanlar sunmaktadır. Bunlar farklı vadelerde ve dayanak varlıkların getirilerine göre farklı gelir performanslarına sahiptirler.

v. Geleneksel altyapı projelerinin finansmanı özkaynak ve borçlanma yoluyla yapıldığından özkaynak kısmında yoğunlaşma riskini artırmaktadır, ayrıca gelir üretmek zamanı konusundaki gecikmeler halinde esneklikleri düşüktür, sukuk ihraçları sabit ödemeler yerine dayanak varlığın getirilerine göre gelir ürettiklerinden daha fazla esneklik taşırlar.

vi. Yerel sukuk piyasalarının desteklenmesi kapsamında düzenli olarak devlet sukuku ihraç edilmesi bir yandan referans fiyat oluşumu diğer yandan piyasanın derinleşmesi için önemlidir. Katar, Malezya, Bahreyn gibi ülkelerin merkez bankaları kamu borcu yönetimi kapsamında sukuk ihraçlarını kullanmaktadırlar. Ancak diğer yandan bazı zorlukların aşılması da gerekmektedir. Bazı ülkelerde mali tasarruf sıklığı nedeniyle borç doğurucu ürün ihracının sınırlı olması, yasal ve kurumsal altyapının gelişmemiş olması, sukukun dayanağı varlığın türüne göre sahipliğin devrindeki güçlükler bunlar arasındadır.

vii. Devletlerin kamu finansman yönetimi sukuk ihraçlarının artışında rol oynayabilir. Bu konuda sukuk ihraçlarının muhasebe ve istatistik alanlarında uluslararası standartlara uyumu önem kazanmaktadır. Uluslararası standartlara uyumda belirsizlik olduğu durumlarda finansal pozisyonun ve borç sürdürülebilirliğinin yönetiminde sorunlar çıkabileceğinden ihraçlar da cazibesine yitirecektir. Bu kapsamda AAOIFI tarafından benzer konularda var olan standartlara (International Public Sector Accounting Standards Board ve Government Finance Statistics Manuel vb) uyumlu standartlar getirmesi önerilmektedir.

viii. Güçlü bir piyasa altyapısı kurulması sukuk ihraçlarını destekleyecek en önemli faktörlerin başında gelir. Sukuk türlerinin özellikle mülkiyet yapısında, vergi verimliliğinin sağlanmasında ve İslami finans prensiplerine uyum için giderek daha karmaşık hale gelmektedir. Bu kompleks yapı pekçok ülkenin

yasal ve düzenleyici çerçevenin etkisiyle genişlemektedir. Bu konular arasında a. Menkul kıymetler ve yediemin (trust) yasalarının olmayışı veya eksik olması, b. İflas ve ödeme güçlüğüne düşme rejimlerinin yeterince gelişmemiş olması c. Vergi sistemlerinin sukuk sözleşmelerinin özelliklerini dikkate almaması d. Kredi değerlendirme araçlarının yeterince gelişmemiş olması e. Merkezi bir yapının olmaması nedeniyle İslami finansa uygunluk yorumlarının çok çeşitli olması f. Yargı sisteminin geçmişte ödemezlik (default) durumlarının yönetiminde güçlük yaşamış olmaları sayılmaktadır. g. Sukuklara yönelik bankalararası para piyasasının ve merkez bankası açık piyasa işlemlerinin olmayışı piyasanın likiditesini olumsuz etkilemektedir.

ix. Sukuk piyasalarının gelişmesi ve derinlik kazandırılmasında yatırımcı korunması ve finansal sürdürülebilirlik konularında da yapılacaklar bulunmaktadır. Sukuklar genelde kompleks yapılandırılmış ürün kategorisinde sayılabildiklerinden piyasa riski, dayanak varlık riski, düzenleme ve operasyonel riskleri taşıdıkları düşünülür. Ayrıca gerçek manada bir varlık satışı ve menkul kıymetlendirme olmadığı için, pek çok sukuk ihracı teminata bağlanmamış borç (senior unsecured debt) şeklinde sınıflandırılır ve ihraççı ve kaynak kuruluşun kredi riskiyle ilişkilendirilir. Bu riskler sukuk yatırımcıları açısından karşı taraf riskiyle beraber işlem yapamama veya likidite düşüklüğü gibi olumsuzluklara yol açmaktadır. Tüm bu sorunların aşılmasında iflas ve ödemezlik rejimlerinin güçlendirilmesi, sınır ötesi işlemlere ilişkin çözüm yollarının geliştirilmesi, yatırımcı bilgi düzeyinin yükseltilmesi büyük önem taşımaktadır.

x. Sukuk piyasalarının büyümesi ve sınır ötesi işlemlere konu olabilmesi için genel kabul gören yapılar kavuşması gerekmektedir. Sukuk modellemelerinde işlem görebilen, menkul kıymetleştirmeyi destekleyen, daha derin bir ikincil piyasa ve para piyasası oluşturabilen, merkezi bir İslami finans uygunluk kurulunun oluşturulması, sukukların derecelendirilme metodunun oluşturulmasına yönelik yapının kurulması, şeffaf ve etkin bir fiyatlamanın yapılabilir hale getirilmesi, sukukların da Basel III sermaye ve likidite kurallarına uygun hale getirilmesi, global standartların belirlenmesi ve yerleştirilmesi halinde sukuk piyasası önemli sıçramalar yapabilecektir.

İslami Finans konusunda çalışan düzenleyici kurum niteliğindeki uluslararası

kuruluşların yukarıda belirtilen konularda kendi alanlarına giren konularda çözüm alternatifleri üretmeleri gerekmektedir (Bacha, 2013).

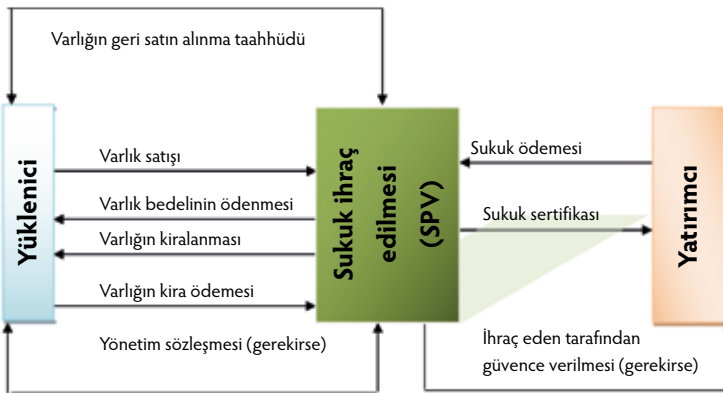
- i. The International Islamic Fiqh Academy –Jeddah (IFFA)
- ii. The Islamic Financial Services Board (IFSB)
- iii. Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)
- iv. The International Islamic Financial Market (IIFM)
- v. The Islamic International Rating Agency (IIRA)
- vi. The Malaysia International Islamic Financial Centre (MIFC)
- vii. The International Shariah Research Academy for Islamic Finance (ISRA)

### 3. İcara Sukuk İhraçları

Uygulamada kullanılmakta olan sukuk çeşitlerinden biri icara sukuktur. En fazla uygulama alanı bulan sukuk çeşitleri arasındadır. Literatürde genelde kiralama/leasing bazlı satış ve geri kiralama işlemleri şeklinde tarif edilmektedir.

Bu sukuk çeşidinde kiralanan bir taşınmaz üstünde mülkiyet ve yararlanım hakkı birlikte uygulama alanı bulur. İcara sukukları ihraç için mutlaka bir SPV'ye ihtiyaç duyulması bu sukuk türünün özelliğidir (Saeed ve Salah, 2012). SPV'nin tek amacı sukuk işlemini gerçekleştirmektir.

#### İcara Sukukun İşleyişi:



Sukuk ihracına dayanak olan varlığın sahibi özel ve kamu kuruluşları olabilir. Özel amaçlı kurum (Special Purpose Vehicle- SPV) bir yandan sukuku ihraç ederken diğer yandan tüm taraflar arasında eş güdümü sağlar.

Sukuklar SPV tarafından anaparanın ödenememe riskine karşın sigorta ettirilebilir ve finansal kurumlar gibi 3.üncü kişiler tarafından garanti de verilebilir.

İhraç süreci aşağıdaki gibi işlemektedir:

- (1) Yüklenici, dayanak varlığı üzerinde mutabık kalınan fiyattan ve belirlenen vade sonunda geri alma şartıyla SPV'ye satışını gerçekleştirir.
- (2) SPV, satış fiyatını karşılayacak şekilde sukuk ihracını gerçekleştirir ve satış bedelini yükleniciye öder.
- (3) Yüklenici ile SPV arasında belirli süreli bir kira sözleşmesi yapılır ve yüklenici dayanak varlığın kiracısı durumuna girer.
- (4) Yüklenici SPV'ye düzenli olarak kira bedeli öder.
- (5) Sukuk yatırımcılarına yatırım payları oranında belirlenen dönemlerde SPV tarafından ödemeler yapılır.
- (6) Vade bitiminde SPV dayanak varlığı önceden anlaşılan bedelden yükleniciye geri satışını gerçekleştirir. Bu satıştan elde ettiği tutarı SPV, sukuk yatırımcılarına anapara olarak öder.

#### **4. Kira Sertifikaları İhraç ve Satış Süreçleri**

Katılım Bankaları Birliği'ne göre, 2017 yılı itibari ile son yedi yılda sukuk ihraç seviyesinin ulaştığı tutar toplamı 44,4 milyar TL'dir. Bu tutarın %63'ü Hazine, %37'si bankalar ve şirketler tarafından ihraç edilmiştir. Global ölçekte ulusal para birimi bazında sukuk ihraçları, döviz bazındaki ihraçların 3 katıdır. Türkiye'de ise 2016 yılı baz alındığında döviz bazlı sukuk ihraçları lokal bazlı sukukların 2,6 katına ulaşmaktadır. Hazine Müsteşarlığı 2016 yılında altı adet sukuk ihracı gerçekleştirmiştir. Bunlardan bir tanesi 1 milyar dolar ihraç büyüklüğünde olup uluslararası niteliktedir, diğer beşi ise lokal bazlıdır. Toplam ihraç tutarı 9,2 milyar

TL'dir. 2016 yılında Türkiye'de Hazine Müsteşarlığı tarafından ilk kez enflasyona dayalı sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir. Özel sektör tarafından 2016 yılında gerçekleştirilen sukuk ihracı sayısı 33 iken toplam ihraç tutarı ise 5,9 milyar TL'ye ulaşmıştır.

2010 - 2017 Yılları Arası Toplam Sukuk İhraçları				
2010-2017 Yılları Arası	USD (Bin USD)	MYR (Bin MYR)	TL (Bin TL)	TL Karşılığı Toplamı (Bin TL)
Özel Sektör	3.600.000	1.960.000	6.848.705	16.391.605
Kamu	4.750.000		17.782.449	28.042.449
<b>TOPLAM</b>	<b>8.350.000</b>	<b>1.960.000</b>	<b>24.631.154</b>	<b>44.434.054</b>

T.Katılım Bankaları Birliği, 2017

Türkiye kira sertifikaları uygulamasında ihraç iki türdür. Halka arz yoluyla ya da halka arz edilmeksizin satış şeklinde gerçekleştirilebilir. Halka arz yapılmadan gerçekleştirilecek satışlar da iki şekilde yapılabilir. Biri tahsisli satışlar, diğeri ise nitelikli yatırımcıya satışlardır.

Kira sertifikası satışı, Sermaye Piyasası Kurulu'nca uygun görülen ihraç tavanı içinde tertipler halinde yapılabilmektedir. Halka arz yapılmadan gerçekleştirilecek satışlarda , her satıştan önce tertip ihraç belgesinin onaylanması amacıyla Varlık Kiralama Şirketi'nin Sermaye Piyasası Kurulu'na başvurması zorunludur. Ayrıca halka arz edilecek kira sertifikalarının Borsada işlem görmesi ve bu kapsamda Borsaya başvurulması zorunludur.

Sermaye Piyasası Kurulu, yurtiçinde satışın sadece nitelikli yatırımcılara yapılmasını veya kira sertifikalarının, VKŞ'nin veya fon kullanıcılarının derecelendirilmesini, kira sertifikalarına dair ödeme mükellefiyetlerinin yurt içinde yerleşik bir banka veya üçüncü bir tüzel kişi tarafından garanti edilmesini VKŞ'den talep edebilir.

Nitelikli yatırımcıya satışı gerçekleştirilmek amacıyla çıkarılan kira sertifikalarının Borsa İstanbul'a kotasyonu 2015 tarihli Kotasyon Yönergesi ile düzenlenmiştir. Buna

göre nitelikli yatırımcıya satılmak amacıyla çıkarılan kira sertifikaları Borsa'ca herhangi bir değerlendirmeye tabi tutulmaz, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından onaylanan ihraç belgesinin ve satışın tamamlanmasının ardından takiben kota alınır. Kira sertifikalarının ihracı, Borsada Borçlanma Araçları Piyasası bünyesindeki Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarında da yapılabilir. Bu kapsamda, ihraççı kuruluşlar tarafından Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarında kira sertifikalarının satışı ve satışın ardından Borçlanma Araçları Piyasası Kesin Alım Satım Pazarında sadece nitelikli yatırımcılar arasında işlem görmesi talebiyle Borsaya başvuru yapılır. Satışın başlayacağı gün itibariyle kota alınmasına karar verilmiş olan kira sertifikalarının satışına aracılık edecek yatırım kuruluşunca satış tarihinden en az 2 iş günü önce işlem görme bildiriminde bulunulur. İhraca ilişkin bilgiler satış tarihinden en geç bir gün önce Kamuyu Aydınlatma Platformunda duyurulur.

Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarının özelliği bu pazarda yalnızca sermaye piyasası düzenlemelerinde tanımlanan nitelikli yatırımcılar alım yapabilirler. Yatırımcıların nitelikli yatırımcı kapsamında olup olmadıklarının kontrolü ve takip sorumluluğu SPK düzenlemeleri çerçevesinde işleme aracılık eden yatırım kuruluşlarına aittir.

Borsa bünyesinde Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarında ihracı tamamlanan kira sertifikaları, satışın tamamlanmasını veya satış süresinin sona ermesini izleyen işgünü herhangi bir şart aranmaksızın yalnızca nitelikli yatırımcılar arasında işlem görmeye başlar.

Bu Pazarda yapılacak ihraçlarda satış süresi 10 iş gününden fazla olamaz. Ancak ihracın satış süresi içinde satılamayan kısmı olursa, Borsa Genel Müdürlüğünden ek süre alınarak pazarda yeniden satışı yapılabilir.

Türkiye'de kira sertifikası ihracının maliyetlerine örnek olarak 75,000,000 TL nominal tutarda halka arz yoluyla gerçekleşmiş bir kira sertifikası ihracının sukuk ihracına aracılık eden aracı kurum ücreti haricindeki maliyetleri aşağıdaki gibidir:



**Tablo 5: Örnek Maliyetlendirme**

Ücret ve Vergiler	Baz Alınacak Değer	Sabit/Oransal	Toplam Tutar(TL)
SPK Ücreti	Nominal Tutar	Vadeye göre değişen oransal	87,500
MKK ücreti+BSMV	Nominal Tutar	Tavanı aşarsa sabit	1,575
BIST Kotasyon üc.	Nominal Tutar	Tavanı aşarsa sabit	10,000
Takasbank ISIN Kodu		Sabit	360
<b>Ürüne İlişkin Maliyetler</b>			
Hukuksal Ücretler		Sabit	52,500
Gayrimenkul Değerleme		Sabit	21,000
VKŞ Bağımsız Denetim		Sabit	21,000
Diğer Ücretler		Sabit	10,500
Toplam			204,435

Kaynak: Varlık Kiralama A.Ş. Halka Arz Sirküleri, İ. Söyler, Sukuk, 2014. Not: i. BIST kotasyon ücreti %0.10/1000, maksimum 10,000 TL), kota alma ücretinin dörtte biri tutarında yıllık kotta kalma ücreti ödenir. ii. MKK ihrac ücreti ihrac edilen nominal tutarın %0.01 oranındadır. iii. Takasbank ücreti 200 S'dir.

İhracının Sermaye Piyasası Kurul kaydı, MKK, Borsa ve Takasbank'ın dahil olduğu yasal maliyetler toplamı 204,435 TL olup, ilgili tutar nominal ihrac tutarının %0.16'sına karşılık gelmektedir. En önemli maliyet kalemi ise ihraca aracılık eden aracı kurumlara ödenen aracılık ücretlerdir. Bu tutar ihracın tutarına göre elde edilen fonun büyüklüğüne göre değişmektedir.

## 5. Vaka Çalışması ve Uygulama Örneği

Vaka çalışması olarak 2013 yılında gerçekleştirilmiş KOBİ niteliğindeki bir imalat sanayi şirketine ait kira sertifikası ihracı incelenmiştir. Söz konusu ihrac için Sermaye Piyasası Kurulu'ndan yurtdışında yerleşik nitelikli yatırımcılara satılmak üzere alınan onay çerçevesinde 12 milyon Euro nominal bedelli, vadesi beş yıl, aylık kira geliri ödemeli kira sertifikalarının 1. Tertip 5 milyon Euro'luk kısmı ihrac edilmiştir. Söz konusu ihrac için bir Varlık Kiralama Anonim Şirketi kurulmuştur.

İhracçı şirket işletme sermayesi ihtiyacını karşılamak üzere taşınır ve taşınmaz varlıklarına (makine ve fabrika) dayalı bir Varlık Kiralama Şirketi kurarak 5 Milyon Euro değerinde kira sertifikası (sukuk) ihracını gerçekleştirmiştir.

İhraç icara sukuk türünde finansal sistemdeki leasinge ve kiralamaya benzeyen orta ve uzun vadeli finansman türü ile gerçekleştirilmiştir. Söz konusu sukuk türü SPK III.61.1 sayılı Kira Sertifikaları Tebliği'nin sahipliğe ve inanca dayalı sertifikalarına karşılık gelmektedir. Bu tür sertifikalar konvansiyonel anlamda varlığa dayalı menkul kıymetler ile ortak özelliklere sahiptirler. Varlık sahibi kaynak kuruluş/satıcı işleme konu varlığı önceden anlaşılabilir fiyattan VKŞ'ye satmakta, VKŞ satın aldığı fiyata eşit şekilde kira sertifikası ihraç ederek finansmanı sağlamaktadır. İkinci aşamada satıcı varlığı VKŞ'den kiracı şeklinde kiralamaktadır. Kira bedeli ve kiralama dönemi kira sözleşmesinde belirtilmektedir. Devredilen varlıkların bakım ve onarım giderlerinden uluslararası uygulamalarda VKŞ sorumlu olmakla birlikte bir sözleşme vasıtasıyla bu işlemler kiralayana da bırakılabilmektedir. VKŞ önce satıcı sonra kiracı durumundaki kaynak kuruluştan düzenli olarak kirayı almakta ve kira tutarı sertifika sahibi yatırımcılara dağıtılmaktadır. Vade sonunda VKŞ varlığı satıcıya geri satmaktadır.

Sahipliğe dayalı kira sertifikaları, kaynak kuruluşa (örneğin imalat sanayi şirketine) veya üçüncü kişilere kiralanmak veya VKŞ adına yönetilmek üzere VKŞ tarafından kaynak kuruluştan devralınacak varlık ve hakların finansmanını sağlamak için ihraç edilirler.

Bu kapsamdaki ihraçlarda,

- i. Sukuk ihracına dayanak oluşturan aktifin/varlığın veya hakkın mülkiyetinin VKŞ'ye devrine ilişkin sözleşme yapılması,
- ii. Söz konusu devrin özel şekil şartlarına tabi olması durumunda devir için gerekli işlemlerin gerçekleştirilmesi,
- iii. Temerrüt halinde varlık veya haklar üzerinde VKŞ'nin doğrudan tasarruf yetkisine haiz olması zorunludur.

Sahipliğe dayalı kira sertifikası ihraç tutarı, ilgili varlık için hazırlanan değerlendirme raporunda belirlenen gerçeğe uygun değer % 90'ını aşamaz kuralı mevcuttur. Şayet dayanak varlık taşınmaz (gayrimenkul) ise ve kaynak kuruluş talep ederse geri alım hakkının tapu kütüğüne şerh edilmesi zarureti

vardır. Ayrıca kira sertifikası sahiplerinin menfaatine aykırı olarak ihraca konu varlık ve haklar üzerinde üçüncü kişiler lehine hiçbir ayni veya şahsi hak tesis edilemeyeceği gibi varlık ile haklar üzerinde haciz veya tedbirde bulunamaz.

VKŞ ihracındaki ana süreçler aşağıdaki gibidir,

- i. Varlık kiralama şirketinin kurucular tarafından kurulması,
- ii. VKŞ esas sözleşmesinin Sermaye Piyasası Kurulu'na onaylanması
- iii. Bankaların VKŞ kurmalarına izin verilebilmesi için BDDK görüşünün alınması
- iv. Kira sertifikalarının Sermaye Piyasası Kurulu kaydına alınması ve satış

Satışın tahsisli veya nitelikli yatırımcılara yapılması talebiyle, kira sertifikalarının kayda alınması için istenen belgelerle birlikte Sermaye Piyasası Kurulu'na başvurulur. Bu şekilde satılacak olan kira sertifikalarına ilişkin önemli bir kolaylık bu tür satışlarda izahname ve sirküler düzenlenmemesidir.

Sermaye Piyasası Kurulu, istenen bilgilerin tam olup olmadığını inceler ve ihraç başvurusunu kayda alır. Kayda alınan kira sertifikalarına karşılık kayıt belgesi düzenlenir. Kayıt belgesi alınmaksızın ihraç ve satış işlemlerine başlanamaz.

Kira sertifikalarının satış sonuçlarının ise, satışın bitişinden itibaren 6 işgünü içinde VKŞ tarafından Sermaye Piyasası Kurulu'na gönderilmesi zorunludur.

Kurula yapılan başvurularda Kurulca belirlenecek sürede noksanlıkların tamamlanmaması halinde başvurular düşer. Başvurular otuz gün içinde sonuçlandırılır. Eksikliklerin tamamlanması için verilen süreler otuz günlük sürenin hesabında dikkate alınmaz.

### **5.1. Sukuk İhraç Eden Şirketin Genel Yapısı**

Sukuk ihraççısı 1996 yılında kurulmuş bir kablo üreticisidir. Şirket kendi markasıyla silikon kablolar, kauçuk esaslı kontrol kumanda ve besleme kabloları, kauçuk esaslı orta gerilim kabloları ve benzeri çeşitli sektör ihtiyaçlarına ilişkin

kablolarına ek olarak, fotovoltaik solar (güneş enerjisi) kablolarını Batı Avrupa'ya sunan ilk Türk üreticisi olması yanında, 2013'de demiryolu ve özel akıllı sayaç kablolarını da ekleyerek üretmeye devam etmektedir.

Şirket, 15.000 m<sup>2</sup> kapalı 21.000 m<sup>2</sup> lik yeni tesisinde 1.000 ton/ay kapasitesiyle silikon, kauçuk, pvc ve HFFR kabloları üreten Avrupa'nın en modern tesislerinden birine sahiptir.

Şirket son on beş yılda iki kez kapasite artırımı yatırımı yapmıştır. 2003 yılında bir önceki fabrikasını kurmuş ancak 2007 yılı ortalarına doğru üretim kapasitesini ve ürün gamını artırma ihtiyacı paralelinde yeni tesis yatırımına başlamıştır. 2008 yılının 3. çeyreğinde şu anki fabrika ve ek kapasite yatırımlarının ilk safhası tamamlanmıştır.

Şirket yaklaşık 300 çalışanı ile, bir yanda Türkiye'de önemli projelerin ve büyük endüstri kuruluşlarının tercih ettiği kablo tedarikçisi olması yanında, toplam üretiminin %80'e yakın bir bölümünün satışını dünyanın teknik açıdan en talepkar pazarları olan Almanya, Avusturya, Fransa, İngiltere ve diğer Batı Avrupa ülkelerindeki distribütörleri vasıtasıyla gerçekleştirmeyi başarmış bir şirket görünümündedir.

Sukuk ihraççısı şirket Türkiye'nin ihracat sıralamasında ilk 300'de ve İSO'nun her yıl yayınladığı sanayi şirketleri arasında ikinci 500 Büyük Firmanın 2015'de 225., 2016'da 322. sırasında yer almıştır. Üretimden satışlar net cirosu ise 2016 yılında 143 milyon TL civarındadır.

## **5.2. Kira Sertifikası İhracı İşlem Özeti**

Şirket bütün kazançlarını ve yeni sermaye artışlarını uluslararası piyasalarda rekabet gücünü artıracak yeni yatırımlar için harcarken, finansal sistemden gerekli finansman desteğini 2009 senesinden itibaren karşılayamadığı için, nakit akışı gereksinimlerini, alacak devir hızını mümkün olduğunca hızlı tutup borç devir hızını olabildiğince uzun tutarak gerçekleştirmeyi hedeflemiştir.

2010 ve 2011 senesinde gerçekleştirilen olağanüstü büyümeye rağmen beklenen finansman arayışlarının Türkiye de yerleşik finansman kuruluşlarından sağlanamaması, şirketin karlılığını ve artan talebi karşılamasını negatif etkilemiştir. Bu durumda Şirket, 2012 senesinde uluslararası finansman arayışına yönelmiş, uzun vadeli finansmanın şirketin hem karlılığını hem de artan taleple gelecek büyümelerine imkan sağlayacağına ikna olan Almanya da yerleşik olan bir finansal hizmetler yatırım firması (yatırımcı) ile şirket duran varlıklarının tam teminat altına alınması ve işlemin uluslararası bir kredi garanti şirketince sigorta edilmesi koşulu ile finansman sağlanabileceği hususunda anlaşmıştır.

2012 yılında Şirket, Türkiye’de malik şirketin varlıkları yeni bir şirkete devretmesine olanak veren ve SPK tarafından regule edilen 01/04/2010 Tarih 27359 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan Seri:III ve 43 sayılı Tebliğ mevcudiyetini öğrenmiştir.

Bu tebliğe göre söz konusu yeni Varlık Kiralama Şirket’ine devredilen varlıklar yasalarla tamamen korunmuş olacak, böylece yatırımcının ihtiyaçları karşılanacaktır. Bu tebliğ aynı zamanda Şirket’e de koruma sağlamakta; varlıklar Şirket tarafından kiralanacak ve finansman döneminin sonunda tüm geri ödemelerin gerçekleşmesini takiben bütün varlıklar ihraççı şirket tarafından ilk satış değeri ile geri kazanılacaktır. Ayrıca, 5 seneyi aşkın bir finansman dönemi süresince tüm koşulların ilk başta yatırımcı ile birlikte kararlaştırılacağı sabit bir kira ödemesi, herhangi bir beklenmeyen vade değişimi veya sürpriz kredi maliyeti değişimini de engellemektedir.

Yatırımcı ve belirlediği Almanya’ da yerleşik Coface Kredi Sigorta şirketi için ilk defa bir sukuk işlemi yapacaklarından dolayı, SPK tarafından düzenlenen Varlık Kiralama Şirketi modeli tüm detayları ile uluslararası hukuki ve mali incelemeler sonrasında olumlu bulunmuştur. Özellikle ihraççı şirket gibi gayri maddi duran varlık birikimi yapmış, üretici ve uluslararası rekabet edebilen Türk üretici şirketleri için, SPK’nın uzun vadeli finansmanları güvenceye alacak özgün bir model geliştirdiğini ifade etmişlerdir.

Yatırımcı ve kredi sigorta şirketiyle genel müzakerelerden sonra, Şirket’in sukuk finansman projesi, değerli varlıklara sahip gerçek ekonomi üreticileri için, duran

varlıkları ile yalnızca üretim yoluyla gelir üretmekle kalmayan, aynı zamanda da Türkiye Sukuk modelinin koruyucu kalkanı içerisinde, duran varlıklar karşılığında ek nakit akışı finansmanı getiren bir finansman modelidir.

Bu genel mutabakatı takiben ihraççı şirket, kaynak kuruluş sıfatıyla, Varlık Kiralama Şirketi kurma amacı ile başvurduğu SPK dan 03/01/2013 tarihinde kuruluş iznini almıştır. Bu izin sonrasında Şirket, VKŞ Tebliği uyarınca T.C. Gümrük ve Ticaret Bakanlığında da gerekli onayı İç Ticaret Genel Müdürlüğünün 27/02/2013 tarihinde tamamlamış ve tescil işlemlerine başlamıştır.

“Varlık Kiralama Şirketi A.Ş. ”, 08/04/2013 tarihinde Ticaret Sicil memurluğuna tescil, 12/04/2013 tarihinde Ticaret Sicil Gazetesi ilanı ile kuruluş işlemlerini tamamlamıştır.

Kira Sertifikaları ihraç izni için SPK ya başvuru öncesinde, yatırımcı tarafından Coface Kredi Sigorta şirketinin Almanya'dan sigorta limitinin, Fransa merkezlerinden resmi onayının alınmasını beklemek zorunda kalınmıştır.

Kredi Sigorta şirketi ise öncelikle yeni Varlık Kiralama Şirketinin oluşturulmasını ve şirketin 2012 IFRS raporunu beklemiştir. Varlık Kiralama Şirketinin kurulmasından sonra, Kredi Sigorta şirketi 2012 tabloları ile iş planını ve iyi/kötü/muhtemel senaryolarla 5 yıllık tahminleri incelemiştir. Bu işlem Kredi Sigorta şirketleri için bir ilk olduğundan hukuk departmanının da olasılıkları incelemesi gerekmiştir.

2013 yılı Temmuz ayında, Kredi Sigorta şirketi yatırımcıya ilk kısım sertifikalar için şirketin makine-ekipmanlarını menkul kıymet sayarak 5 Milyon EURO'luk güvence sağlamayı kabul ettiklerini bildirmiştir.

Kredi Sigorta şirketinin hukuk departmanı, Şirket'in gayrimenkul ve binasına karşılık 7 Milyon EURO değerindeki 2. kısım sertifikalarla finanse edilecek uzun vadeli hammadde satın alma sözleşmelerini kapsayacak bu sigortayı yeniden formüle etmek için biraz daha süreye ihtiyaç duymakta olduğunu belirtmiştir.

Akabinde yatırımcı yeni tebliğe göre genel anlaşılan şartların ve tüm sözleşmelerin kontrolü için hukuki mütalaa işlemi gerçekleştirmiştir. Yatırımcının şahsen atadığı uluslararası avukatların hazırladıkları hukuki mütalaaı yatırımcı ve kredi sigorta şirketi incelemişlerdir.

Nihayetinde yatırımcı ilk bölüm kira sertifikaların işlemlerinin tamamlanmasını onaylamıştır.

Bu bağlamda, Varlık Kiralama AŞ (VKŞ), kira sertifikalarını 2 ayrı bölümde çıkarmak için Sermaye Piyasası Kuruluna (SPK) izin başvurusunda bulunmuştur.

A Bölümü: 5 Milyon EURO'luk Kira Sertifikaları kısmı : Şirketin makine ve ekipman duran varlıklarının VKŞ ye satılması karşılığında

B Bölümü: 7 Milyon EURO'luk Kira Sertifikaları kısmı: kredi sigortası alındığında şirketin gayrimenkul varlıklarının (arsa ve bina) VKŞ ye satılması karşılığında kira sertifikaları ihraç izninin SPK'dan alımını takiben:

Yatırımcının satın alacağı bölüm kira sertifikalarına konu varlıklar, Varlık Kiralama Şirketine A.Ş. (VKŞ) ye satılacaktır.

Mülkiyet kontrolü sebebiyle varlıklar, Varlık Kiralama Şirketi (VKŞ) kapsamında tam bir yasal koruma altında olacaktır.

Şirket, Varlık Kiralama Şirketinin (VKŞ) yönetim kurulunu ve yönetimini yatırımcıya bırakacaktır (bu konu, yani VKŞ nin yönetiminin tümüyle yatırımcı tarafından, sözleşme şartlarına uygun bir şekilde idare edilmesi Kredi Sigortasının önkoşuludur).

Böylece Kredi Sigorta şirketi işlem için güvence sağlayabilecektir. Bu durumda varlıklar yasayla, borç da sigortayla korunmuş olacak; sonuç olarak ihraç edilen kira sertifikaları neredeyse risksiz sertifikalara dönüşmüş niteliktedir.

VKŞ yönetim kurulu sadece yönetmeliklerde belirtildiği şekilde hareket edebileceği ve şirket yükümlülüklerini yerine getirdiği sürece vade sonunda varlıkları şirkete iade etmekten başka şans olmadığı için, şirket de korunmuş olacaktır. Tüm sözleşmelerdeki bütün şartlar son derece net olup iki tarafın da çıkarlarını koruyacak şekilde belirlenmiştir.

İşlemin amacı Şirketin sağlıklı büyümesi ve küresel rekabetçiliğinin artırılması olduğundan, Şirket ile Yatırımcı aşağıdaki özel taahhütler üzerinde de anlaşmışlardır ve bu taahhütler de özel sözleşmelerle korunma altına alınması kararlaştırılmıştır:

- Sukuk işleminden elde edilen bütün fonlar Şirket bünyesinde tutulacak, defter değerlerinin fazlası özkaynağa eklenecektir.
- Bütün fonlar satın alımlara kaynak sağlanması ve kısa vadeli borçların kapatılmasına yönelik kullanılacaktır.
- Sertifikaların geçerli olduğu süre boyunca kar dağıtımlarına sınırlama getirilmektedir.
- Şirket net kazancının ilk yıl tümü, ikinci yıl içerisinde en az %80'i, iki yıldan sonra ise %60-%80'i şirket öz kaynaklarında tutulacaktır.
- Şirket uzun vadeli tedarik zinciri sözleşmeleri yaparak hem tasarruf yapacak hem de güvenilir bir hammadde akışı sağlayacaktır.
- Şirket'in mali tabloları her yarıyıl ve yıl için bağımsız denetçiler tarafından denetlenecektir.
- Sertifikaların geçerli olduğu süre boyunca, Şirket'in ortaklık yapısındaki değişimlerde yatırımcının mutabakatı alınacaktır.
- İhraç sürecinde planlarda yer almayan, Şirket'in olası ilave yatırımları ve finansman ihtiyaçları bağımsız denetçilerce incelenecek ve projeksiyonlar finansal olarak güvenli bulunursa yatırımcı yeni yatırım veya finansmana itiraz edemeyecektir.
- İhraç sonrası Şirket'in aktifine gelecek olan fon, Şirket için sürdürülebilir büyümeyi, küresel rekabetçiliği ve karlılık artışını destekleyecek sağlıklı bir finansal yapının temelini oluşturmasının hedeflendiği belirtilmiştir.



Şirket 18,5 milyon TL'si 2010 – 2014 döneminde olmak üzere, sekiz senede 30 milyon TL'nin üstünde makine, teçhizat ve IT yatırımı yapmıştır. Yapılan bu yatırımları kısmen finansal kiralama ve kısmen euro bazlı yurt dışı finansmanla finanse etmiştir. Bu yatırımlar sonucunda dünyanın en modern kablo üretim tesislerinden biri haline gelen Şirket, dikey entegrasyon ile ana ürün gruplarında, PVC, kauçuk ve bakırda tüm ara mamul inceltme, büküm ve kalaylama ihtiyacını bünyesinde üretilebilir hale getirmiştir. Bu sayede, ara mamul maliyetlerinde önemli optimizasyon sağlanmıştır. Yapılan IT yatırımları yanında, tüm makinalarda otomatik sensorlar ve on-time üretim bilgileri ile destekli SAP sistemi devreye alınmış; bu sayede performans ve maliyet optimizasyonuna tam hâkimiyet sağlanmıştır. Ayrıca gerek mavi yaka gerekse beyaz yaka personeli ve organizasyon yapısı, sayı ve nitelik olarak hedeflenen müşteri memnuniyetini sağlama ve üretim kapasitesini gerçekleştirmeye uygun hale getirilmiştir.

Bu yatırımların finansmanı ve hedeflenen büyüme için gerekli olan işletme sermayesine ilave 2012 yılında uzun vadeli finansman temini için girişim başlatılmıştır. Bu süreçte aranılan bu dış kaynağın %40'ı olan 5 Mio Euro'luk kısmı Türkiye'de ilk kez uygulanan bir yöntemle ve Sermaye Piyasası Kurulu'ndan alınan izin ile Varlık Kiralama Şirketi kurularak yurtdışından 5 yıl vadeli olarak 2013 yılı sonunda sağlanmıştır.

Yapılan kira sertifikası ihracının yaklaşık %26'sı olan 1.290.000,00 Euro yatırımcıya geri ödeme avansı olarak ödenmiştir. 2014 Ocak ayından itibaren toplam 718.750,00 Euro sukuk kira bedeli ödemesi aylık olarak düzenli yapılmaya başlanmıştır. Ayrıca yurtdışından satın alımı yapılan makina ve ekipmanlar için 2013-2015 (10ncu ay) döneminde 1.193.009,84 Euro yurtdışı finansman geri ödemesi faizleri ile birlikte gerçekleştirilmiştir. 2013 senesinde uzun vadeli finansmanın sağlanma imkânının netleşmesi ile Şirket başlattığı yatırım hamlesine devam etmiş ve Hadımköy ile Ortaköy'de iki yeni üretim tesisi kurmuştur.

Hadımköy'de 5.000 m<sup>2</sup> kapalı alana sahip bir bina kiralanmış ve özellikle yurtiçi siparişlerin üretileceği bir üretim tesisi kurulmuştur. Bu tesis kurulurken daha efektif bir üretim planlaması ve lojistik süreci hedeflenmiştir. Sadece PVC ve silikon

kablo üretilmekte olan bu yeni tesiste 30 kişi ek mavi yaka personel istihdam edilmiştir.

Ortaköy'de 1.200 m<sup>2</sup> kapalı alana sahip, yeni hammadde üretim tesisinde ise kauçuk yarı mamul üretimi yapılmaktadır. Kauçuk yarı mamul üretiminde ileri bir teknoloji ve gerekli otomasyonun sağlanabilmesi için, Silivri fabrikasında yeterli yer olmaması nedeniyle Ortaköy'de söz konusu tesis kiralanmıştır. Yapılan bu revizyon sayesinde, kauçuk hammadde üretimi kapasitesi artırılırken, aynı zamanda kalitede homojenlik yanında maliyet tasarrufu da elde edilmiştir.

Şirket, 2013 yılında yeni İnsan Kaynakları yatırımı da başlatmış ve personelinin 6 ay-1 yıl arası süren eğitimlerini tamamlamıştır. Şirket' in, sektör ortalamasının çok üstünde mesleki yeterliliğe sahip 257 mavi yaka, 60 beyaz yaka olmak üzere toplam 317 çalışanı bulunmaktadır.

### **5.3. Şirketin Sukuk İhracı Sonrasındaki Finansal Durumu**

Şirket yönetimi, tüm yatırım ve çalışmalar sonrası büyüme planını 2014 yılında devreye almayı planlamış iken yoğun rekabet altındaki pazar segmentleri ve ürün gruplarına hizmet veren ve/veya norm dışı kalitede üretim yapmakta olan yaklaşık 10 kablo üreticisi birbiri ardına 2013 sonu ve 2014 başında iflas etmiştir. Bu iflasları takiben, bakır tedarikçileri ani bir kararla sektöre senelerdir tanımış oldukları ödeme vadelerini ve açık hesap limitlerini aylar içinde; önce yarıya daha sonra 1/4'e kadar indirmiştir.

Yapılan yatırımlar nedeniyle zaten net işletme sermayesine ihtiyaç duyan Şirket, bakır alımlarında vadeleri ortalama 105 günden 60 güne kadar indirmek zorunda kalmış, hatta zaman zaman peşin alımlar bile yapmıştır. Vadelerdeki kısalmaların yanı sıra, bakır tedarikçileri açık hesap limitlerini de düşürmeye başlamışlardır. 2014 yılı sonuna kadar azaltılan limitler ve kısalan vadeler sonucunda, Şirket bakır tedarikçilerine yaklaşık 10 milyon ABD doları nakit akışından ödeme yapmak zorunda kalmıştır.

Bakır hammaddesindeki bu tedarik zorluğu, kapasite artışını ve bu yeni kapasiteye göre uzman personel istihdamını yapmış olan Şirketi olumsuz yönde etkilemiş olup, çok kolay yerine getirebileceği siparişleri alamamış ve sonuç olarak fiilen gerekli büyümeyi gerçekleştirememiştir. Bu süre zarfında sürekli olarak yeni çözüm imkânları oluşmuş ise de , belirtilen nedenlerle gerçekleşmemiştir.

Bakır alımındaki bu dalgalanmalar nedeniyle fabrikada bazı günlerde bakır tedariki beklenirken, bazı günlerde de siparişleri yetiştirebilmek, müşterilere veriler sözleri tutabilmek için fazla mesai yapılması zorunluluğu doğmuştur. Bu durum, özellikle; üretim/işçilik, üretim/genel gider ve genel giderlerin satışa göre yüksek oranda gerçekleşmesine yol açmıştır. Bu süreçte Şirket sürekli çözüm arayışı içinde, hem hazırlandığı ciro artışını gerçekleştirememiş hem de artan yüksek maliyetlere de katlanmak zorunda kalmıştır.

Pazarın genel olarak daraldığı bir dönemde, Şirket, ürünlerine ve markasına duyulan güvenle, bu konjonktürün tam tersine bir durum yaşamakla birlikte, oluşan müşteri taleplerinin önemli bir bölümünü - finansman ve bakır tedarikindeki sorunlar- nedeniyle karşılayamamış ya da açılan ihalelere katılamamıştır.

Yaşanılan bu sorunlar şirkete büyük kâr kayıplarına neden olmasının yanında, Şirket; personelinin kriz dönemlerinde de müşteri memnuniyetini ön plânda tutarak çalışması sayesinde ve yaptığı tutarlı plânlamalarla, müşteri ve alınan siparişlerin tesliminde herhangi bir kayba meydan vermeden faaliyetini devam ettirmiştir.

Bu tecrübeler, Şirketin, bakır tedarikini düzene sokacak bir kaynak sağlaması halinde, sağlıklı bir üretim plânlaması ile çok daha yüksek satış hedeflerine ve kârlılığa ulaşacağını göstermektedir.

Diğer bir konu Türkiye’de döviz kurlarında 2013-2015 döneminde çok ciddi bir dalgalanma olmasıdır. USD kuru 2013 yılı başında yaklaşık 2.30 TL iken 3.00 TL seviyelerine çıkmıştır. Bu dalgalanma, şirketin döviz cinsinden borçlarında 2013 ve 2014 yıllarına ait bilançolarına “realize olmamış fiktif kur farkı giderleri”nin

yansıması sonucunu doğurmuştur. Ödeme dengesini istikrarlı bir şekilde yönetmeyi daima ön plânda tutan Şirket, 2015 senesinin 6ncı ayından itibaren, ihtiyacı olan bakır miktarına yakın bir tedarik imkânına kavuşarak, kapasitesine yakın üretim yapmaya başlamıştır.

#### **5.4. Sukuk İhraççısı Şirketin Sermaye Yapısı ve Finansman Yapısı**

6.000,00 TL. sermaye ile kurulmuş olan Şirket; sermayesini ilk önce 194.000,00 TL. 2004 yılında 1.800.000,00 TL., 2007 yılında 800.000,00 TL., 2009 yılında 4.500.000,00 TL. son olarak 2014 yılında 2.000.000,00 TL. arttırarak 9.300.000,00 TL.'sına çıkarmıştır.

30.11.2015 tarihi itibarıyla şirketin kayıtlı sermayesi 372.000 paya bölünmüş hisse senedinden oluşan 9.300.000,00 TL'dir ve tamamı ödenmiştir.

Ortaklık yapısı ise 2 gerçek kişiden oluşmuş olup, her biri şirket sermayesinde %50 paya sahiptir.

Şirket Genel Kurulu ihraç tarihinde on yıldır kar dağıtımını yapmamış ve oluşan kârlarını öz sermaye içinde bırakmıştır.

Şirketin ana faaliyeti üretimden satışlardır. Türkiye piyasasına, üretim firması olan Şirket'ten satış yapılmakta olup, ihracatlar ise yine bir grup firması olan ve %100'üne sahip olunan bir pazarlama şirketi tarafından yapılmaktadır. 2015 yılında Netaş, Turkcell ve Ericsson gibi büyük firmaların projelerine yüksek miktarda tedarik sağlanması ile yurtiçi satışların toplam satışlar içindeki payı yükselerek %25- 30 düzeyine ulaşmıştır. "Diğer gelirler" kaleminde ise, ağırlıklı olarak kablo üretiminin her prosesinde doğal olarak oluşan hurdaların geri dönüşümü ile sağlanan hurda hammadde satışları yer almaktadır.

2014 yılsonu itibarıyla Şirketin arazi, fabrika ve ekipmanı yaklaşık 82 milyon TL'ye sigortalanmıştır. Şirketin arazi ve fabrikası üzerinde bir banka lehine 20 milyon TL ve bir hammadde tedarikçisi lehine 10 milyon TL olmak üzere 30 milyon TL'lik ipotek bulunmaktadır.

Şirket 2014 yılsonu itibariyle arazi ve fabrikasını SPK tarafından yetkilendirilmiş bir gayrimenkul şirketine yeniden değerlendirmiştir.

Şirketin 2014 yılı itibariyle net cirosu 153,498,647 TL , faaliyet karlılığı ise aynı yıl 5,119,412 TL'dir. Net karlılığı ise finansman giderleri nedeniyle 2014 yılı itibariyle negatif olup 292,468 TL zarardadır. Şirketin net cirosu 153,498,647 TL, faaliyet karlılığı ise aynı yıl 5,119,412 TL'dir. Net karlılığı ise finansman giderleri nedeniyle 2014 yılı itibariyle negatif olup 292,468 TL zarardadır. EBITDA ise aynı yıl 8,514,724 TL düzeyindedir.

Banka kredileri Şirketin gerçek kişi ortakları tarafından şahsi kefaletleri ile teminat altına alınmıştır. Ayrıca alacak senetleri bankaya alınan krediler karşılığında teminat olarak verilmiştir. Şirketin ayrıca 2014 yılı sonu itibariyle yaklaşık 11 milyon TL tutarında faktoring borcu bulunmaktadır. Şirketin ayrıca yine 2014 yılsonu itibariyle 3 milyon ABD Doları ve 2.750.000 TL teminat senedini faktoring şirketlerine teminat senedi olarak vermiştir. Ayrıca 5 milyon Euro tutarında sukuk ihracı nedeniyle uzun vadeli sukuk ödemesi bulunmaktadır.

Şirketin sukuk ihracından önceki ve sonraki finansal borç yapısı aşağıdaki gibidir:

<b>Kısa Vadeli Borçlar (TL)</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>
TL Banka Kredileri	17,285,135	11,832,782	1,756,793
Döviz Banka Kredileri	13,469,189	12,652,115	4,872,561
Diğer Finansal Borçlar (Faktoring)	10,604,837	8,505,198	7,711,132
Leasing ödemeleri, net	457,926	462,055	1,426,234
Tahakkuk eden faiz	35,626	41,769	8,822
<b>Toplam</b>	<b>41,852,713</b>	<b>33,493,919</b>	<b>15,775,542</b>
<b>Uzun Vadeli Borçlar (TL)</b>			
TL Banka Kredileri	81,060	14,145	17,233
Döviz Banka Kredileri	231,341	1,540,891	4,478,848
Sukuk ödemeleri, net	14,727,793	15,335,235	126,190
<b>Toplam</b>	<b>15,040,194</b>	<b>16,890,271</b>	<b>4,622,271</b>
<b>Genel Toplam</b>	<b>56,040,194</b>	<b>50,384,190</b>	<b>20,397,813</b>

Kaynak: Erol, S. (2015), Ata Uluslararası Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş., Chartered Accounts and Management Consultants, A Member Firm of Kreston International, Independent Auditors' Report.

1996 yılında kurulan ve nitelikli kablo üretiminde önde gelen şirketlerden olan Şirketin izleme sürecinde ödeme yükümlülüklerini yerine getirmekte sıkıntıya düştüğü tespit edilmiştir. Üretimindeki ana hammaddesi bakır temininde piyasada oluşan olumsuz koşullar nedeniyle yeterli üretim yapamayan Şirketin, finansal yükümlülüklerini yerine getiremediği ve iflas ertelemesi aldığı anlaşıldığından Şirketin kısa ve uzun vadeli ulusal derecelendirme notları temerrüt seviyesi olan TR D seviyesine çekilmiştir.

Varlık Kiralama A.Ş. tarafından ihraç edilen kira sertifikasına ilişkin 01.06.2017 tarihli getiri ödeme işlemleri de ihraççı kuruluşun ödeme tutarını aktarmaması nedeniyle Merkezi Kayıt Kuruluşu aracılığı ile gerçekleştirilememiştir.

Sukuk ihraççısı şirket tarafından 2106 yılında açılan iflasın ertelenmesi davası kapsamında, şirkete kayyım atanmıştır. Şirket halen üretim ve faaliyetine devam etmekte olup, İstanbul Sanayi Odası'nın ikinci en büyük 500 firması içindedir.

## **6. Sonuç ve Değerlendirme**

Sukuk piyasaları özel sektörün finansman ihtiyacı ve alt yapı yatırımlarının finansmanının yanı sıra kamu finansmanı ve borç yönetiminde de kullanılabilir. Uluslararası piyasalarda sukuk ihraçları bir yandan bu alanda yatırım yapan uluslararası yatırım fonlarına erişimi sağlarken diğer yandan özellikle altyapı yatırımları başta olmak üzere stratejik yatırımlara kaynak bulmada önemli bir potansiyel taşımaktadır.

Sukuk piyasaları, ihraççılar ve yatırımcılar açısından taşıdığı özellikler nedeniyle tercih edilmektedir. İhraççılar çok geniş yelpazedeki faaliyetlerini ve kalkınma projelerini finanse edebilirken, yatırımcılar da çoklu varlık çeşitleri ve farklı tekniklerle orta ve uzun vadeli yatırım ürünlerine yatırım yapabilmektedirler.

Sukuklar genel itibarıyla sadece likiditeyi ve nakit akışını değil, mülkiyet hakkı ve yararlanma hakkını birlikte ihtiva ederler. Bu, sukuku geleneksel borçlanma araçlarından ve bonolardan farklılaştıran en önemli noktadır. Sukuk, ihraççılara varlık çeşitlendirmesi ile orta ve uzun vade finansman imkanları sağlamaktadır.

Devletlerin çeşitli altyapı ve proje finansmanı için ihraç ettikleri sukuklar (sovereign sukuk) hem sermaye piyasalarında İslami fonlama esaslarına uygun bir araç imkanı sunmakta hem de özel sektör ihraçları için referans fiyat oluşumu için baz teşkil etmektedir. Bu tür sukuklar ayrıca ülke merkez bankaları için likidite yönetimlerinde ilave bir mekanizma sunmaktadır.

İcara sukuklar pek çok piyasada satılabilme ve likidite özelliği nedeniyle ihraçlarda tercih edilen sukuklar arasında gelmektedir. En fazla uygulama alanı bulan sukuk çeşitleri arasındadır. Literatürde genelde kiralama/leasing bazlı satış ve geri kiralama işlemleri şeklinde tarif edilmektedir. Bu sukuk çeşidinde kiralanen bir taşınmaz üstünde mülkiyet ve yararlanım hakkı birlikte uygulama alanı bulur. İcara sukukları ihraç için mutlaka bir SPV'ye ihtiyaç duyulması bu sukuk türünün özelliğidir. SPV'nin tek amacı sukuk işlemini gerçekleştirmektir. İcara sukuk yapısında sukuk sahiplerinin sukukun dayanağı olan maddi varlığın mülkiyetine sahip olması zorunlu olmakla birlikte uygulamada binlerce sukuk sahibinin adına mülkiyet kaydının zorluğu nedeniyle fon ihtiyacı bulunan kaynak sahibinin (originator) kurduğu SPV dayanak varlık açısından sukuk sahiplerinin yediemini gibidir.

Sukuk ihracına dayanak olan varlığın sahibi özel ve kamu kuruluşları olabilir. Özel amaçlı kurum (Special Purpose Vehicle- SPV) bir yandan sukuku ihraç ederken diğer yandan tüm taraflar arasında eş güdümü sağlar. Sukuklar SPV tarafından anaparanın ödenememe riskine karşın sigorta ettirilebilir ve finansal kurumlar gibi üçüncü kişiler tarafından garanti de verilebilir.

Uluslararası sukuk ihraçlarına giderek Avrupa ve ABD merkezli kurumsal yatırımcılar da ilgi göstermektedirler. Özellikle sigorta ve hedge fonlar uluslararası sukuk ihraçlarının aktif yatırımcıları konumdadırlar. İhraççılar cephesi açısından da İslam ülkeleri dışındaki ülke merkezli ihraççılar da artmaktadır. Almanya, Hong Kong, Lüksemburg, Güney Afrika, İngiltere, Güney Kore bu ülkeler arasındadır. Literatürde uluslararası uygulama ve standart uyumunu sağlamak için AB'deki "European Financial Passport" uygulamasına benzer bir "İslami finansal pasaport" uygulaması üzerinde çalışılması da önerilmektedir.

Türkiye uygulamasında kira sertifikaları ihraçları özellikle özel sektör ihraçları açısından henüz başlangıç aşamasında olmakla birlikte büyük potansiyel taşımaktadır. Ülkemiz özel sektörünün bu alanda mesafe almış ülke örneklerine göre gelişmişlik ve çeşitlilik açısından daha avantajlı olduğunu söyleyebiliriz. Bu fırsatı harekete geçirebilmek için bir yandan ihraç prosedürlerinin şirketlerce iyi anlaşılması, birincil ve ikincil piyasaların derinleştirilmesi, özel sektör ihraçlarına gösterge olacak kamu sektörünün de dahil olacağı ihraç sayılarının artırılması, bu alana yönelik endekslerin oluşturulması, ihraç maliyetlerinin düşürülmesi, uluslararası uygunluk sertifikasyonunun sağlanması önem taşımaktadır.

Türkiye uygulamasında kira sertifikaları olarak tanımlanan sukukların birincil ve ikincil piyasalarının derinleştirilmesinin getireceği yararların başında sadece faiz duyarlılığı olan değil tüm özel sektör şirketlerine ve büyük altyapı projelerine ilave finansman alternatifleri sağlaması gelmektedir. Varlık ve haklara dayalı olması belirsizliği artıran işlemlerden uzak durulmasını sağlarken, şirketlerin atıl duran varlıklarına menkul kıymetleştirme yoluyla likidite kazandırmakta ve bu varlıkların finansal sistem içine girmesini sağlamaktadır. Kira sertifikası ihraçları ile kaynak kuruluşlar sahip oldukları varlık ve hakları değerlendirme ve yeni finansman kanallarına ulaşma fırsatını elde etmektedirler. Yatırımcılar cephesi açısından bakıldığında ise, kira sertifikası ihraçlarının dayanağı belirlenen varlık ve haklar olduğundan, belirsizliğin daha az olduğu bir yapıya yatırım yapma imkanına kavuşmaktadırlar. Yeni Sermaye Piyasası Kanunu'nun kira sertifikası sahiplerine yönelik getirdiği güçlü koruma düzenlemeleri bu alana yönelik yatırımcılar açısından oldukça önemlidir. Kamu sektörü açısından da önemli altyapı projelerine yönelik ilave ve yeni finansman alternatifleri oluşturmaktadır.

Vaka çalışması olarak 2013 yılında gerçekleştirilmiş KOBİ niteliğindeki bir imalat sanayi şirketine ait kira sertifikası ihracı incelenmiştir. Söz konusu ihraç için Sermaye Piyasası Kurulu'ndan yurtdışında yerleşik nitelikli yatırımcılara satılmak üzere alınan onay çerçevesinde 12 milyon Euro nominal bedelli, beş yıl vadeli, aylık kira geliri ödemeli kira sertifikalarının 1. Tertip 5 milyon Euro'luk kısmı ihraç edilmiştir. Söz konusu ihraç için bir Varlık Kiralama Anonim Şirketi kurulmuştur.



Şirket yaklaşık 300 çalışanı ile, bir yandan Türkiye’de önemli projelerin ve büyük endüstri kuruluşlarının tercih ettiği ana tedarikçilerden biri olması yanında, toplam üretiminin %80 e yakın bir bölümünün satışını dünyanın teknik açıdan en talepkar pazarları olan Almanya, Avusturya, Fransa, İngiltere ve diğer Batı Avrupa ülkelerindeki distribütörleri vasıtasıyla gerçekleştirmeyi başarmış bir şirket görünümündedir. Sukuk ihraççısı şirket aynı zamanda Türkiye’nin ihracat sıralamasında ilk 300’de ve İSO’nun her yıl yayınladığı sanayi şirketleri arasında ikinci 500 Büyük Firma arasındadır.

2010 ve 2011 senesinde gerçekleştirilen yüksek oranlı büyümeye rağmen beklenen finansman arayışlarının Türkiye de yerleşik finansman kuruluşlarından sağlanamaması, şirketin karlılığını ve artan talebi karşılamasını negatif etkilemiştir. Bu durumda Şirket, 2012 senesinde uluslararası finansman arayışına yönelmiş, uzun vadeli finansmanın şirketin hem karlılığını hem de artan taleple gelecek büyümelerine imkan sağlayacağına ikna olan Almanya da yerleşik olan bir finansal hizmetler yatırım firması (yatırımcı) ile şirket duran varlıklarının tam teminat altına alınması ve işlemin uluslararası bir kredi garanti şirketince sigorta edilmesi koşulu ile finansman sağlanabileceği hususunda anlaşmıştır.

2012 yılında Türkiye’de malik şirketlerin varlıkları yeni bir şirkete devretmesine olanak veren SPK tebliğine göre, söz konusu yeni Varlık Kiralama Şirket’ine devredilen varlıklar yasalarla tamamen korunmuş olacak, böylece yatırımcının ihtiyaçları karşılanacaktır. Bu tebliğ aynı zamanda Şirket’e de koruma sağlamakta; varlıklar Şirket tarafından kiralanacak ve finansman döneminin sonunda tüm geri ödemelerin gerçekleşmesini takiben bütün varlıklar ihraççı şirket tarafından ilk satış değeri ile geri kazanılacaktır. Ayrıca, 5 seneyi aşkın bir finansman dönemi süresince tüm koşulların ilk başta yatırımcı ile birlikte kararlaştırılacağı sabit bir kira ödemesi, herhangi bir beklenmeyen vade değişimi veya sürpriz kredi maliyeti değişimini de engellemektedir.

Şirket 18,5 milyon TL’ si 2010 – 2014 döneminde olmak üzere, sekiz senede 30 milyon TL’ nin üstünde makine, teçhizat ve IT yatırımı yapmıştır. Yapılan bu yatırımları kısmen finansal kiralama ve kısmen euro bazlı yurt dışı finansmanla finanse etmiştir. Bu

yatırımların finansmanı ve hedeflenen büyüme için gerekli olan işletme sermayesine ilave 2012 yılında uzun vadeli finansman temini için girişim başlatılmıştır. Bu süreçte aranan bu dış kaynağın %40'ı olan 5 Mio Euro'luk kısmı Türkiye'de ilk kez uygulanan bir yöntemle ve Sermaye Piyasası Kurulu'ndan alınan izin ile Varlık Kiralama Şirketi kurularak yurtdışından 5 yıl vadeli olarak 2013 yılı sonunda sağlanmıştır.

Vaka Çalışmasından elde edilen bulgular neticesinde ise kira sertifikası ihracında uluslararası nitelikli yatırımcılara satış sürecinin önemli hususlar içerdiği gözlenmiştir:

1. İmalat Sanayi şirketlerinin mevcut alternatif kanallarına ilave olarak sukuk bazlı finansman yoluna gitmelerinin çeşitli avantajları bulunmaktadır. Bunlardan birincisi imalat sanayi şirketlerinin sahip oldukları mevcut duran varlık stokları karşılığında yeni uzun vadeli finansman imkanlarına kavuşmalarıdır.
2. Sukuk ihraçları, değerli maddi varlık stoğuna sahip üreticiler için, duran varlıkları ile yalnızca üretim yoluyla gelir üretmekle kalmayan aynı zamanda sukuk modelinin varlık kiralama şirketleri üzerinden sağladığı koruyucu kalkan içinde duran varlık havuzu karşılığında ek nakit akışı ve finansman getiren bir finansman modeli sunmaktadır.
3. Varlık Kiralama Şirketine devredilen varlıkların yasayla korunması hem ihraççılar hem de yatırımcılar açısından projelerin ve üretimin devamı açısından önemlidir. Türkiye uygulamasında bu koruma Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında getirilen düzenlemelerle mevcuttur.
4. Sukukların vadesi süresince koşullar baştan belirlendiğinden beklenmeyen kredi maliyet değişiklikleri ile karşılaşılması riski bulunmamaktadır.
5. Vaka çalışmasındaki örnekte de görüldüğü üzere uluslararası sukuk ihraçlarında gayri maddi duran varlık birikimi yapmış, üretici ve uluslararası rekabet edebilen Türk üretici şirketler daha avantajlı konumdadırlar, bu tür şirketler uzun vadeli finansmanı güvenceye kavuşturacak bu modeli etkin kullanmaları halinde daha büyük ölçekli yatırımları gerçekleştirebilecek duruma gelebileceklerdir.
6. Uluslararası sukuk ihraçlarında özellikle ilk kez yapılacak ihraçlarda duran varlıklar üzerinde tam teminat ve alacak sigortası benzeri işlemin sigortalanması

gibi talepler gündeme gelebilecektir.

7. Varlık Kiralama Şirketinin kurulmasının uzun bir süreç almadığı, buna karşılık iş planları ve beş yıllık iyiden kötüye doğru senaryo tahminlerinin istenebileceği gözlenmiştir.

8. Şirket finansal tablolarının UFRS uyumlu olması süreci hızlandıracaktır.

9. İhraç öncesinde finansal ve hukuksal due dilingence (inceleme) benzeri süreçler geçirilecektir.

10. İhraççı şirketle yapılan anlaşmaya göre değişebilmekle birlikte sukukun vadesi gelinceye kadarki süre boyunca kar dağıtımlarına sınır konulması gündeme gelebilecektir.

11. İhraç sonrası yıllık mali tablolar başta olmak üzere finansal tabloların bağımsız denetimden geçirilmesi istenebilecektir.

12. İhraç sonrasında ortaklık yapısındaki değişimlerde yeni yatırımcıların onayı ile büyük ölçekli yatırımlarda bağımsız denetim incelemesi talepleri olabilecektir.

13. Geri ödeme avansı adıyla ihraçtan elde edilen tutarın belli bir bölümünün (incelenen vakada %25) Sukuk yatırımcısı ve nitelikli yatırımcıya ödenmesi istenebilecektir. Bu oran ihraççı şirkete ve projeye bağlı olarak azalabilir veya hiç alınmayabilir.

## Kaynaklar

- Adam, N. J., & Thomas, A. (2004). *Islamic bonds: Your guide to structuring, issuing and investing in sukuk*. London, UK: Euromoney Books
- Arcan, E., Tanınmış Yücememiş, B., Okay, G. ve Demirci, S. (2014). *Proje finansmanı kapsamında proje bankacılığı ve Türkiye üzerine öneriler*. İstanbul: Tasam Yayınları.
- Ariff, M., Iqbal, M., & Mohamad, S. (2012). *The Islamic debt market for Sukuk securities*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- Bacha, O. I. (2013). *Islamic finance and sukuk*. İstanbul: Capital Markets Licensing and Training Agency Yayınları.
- Bank Negara Malaysia. (2017). *Global sukuk market 2016: A record year for corporate issuance*. Retrieved from [http://www.mifc.com/index.php?rp=sukuk\\_report\\_270317.pdf](http://www.mifc.com/index.php?rp=sukuk_report_270317.pdf)
- Büyükakın, F. ve Önyılmaz, O. (2012). Faizsiz finansman bonusu sukuk ve Türkiye uygulamaları. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 3(7), 1–16.

- Casey, P. (2012). Regulatory lessons on sukuk financial products, an opinion. In M. Ariff, M. Iqbal & S. Mohamad *The Islamic debt market for sukuk securities* (pp. 150–155). Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing.
- Dar Al Istithmar Ltd. Presentation. (2006). *Sukuk: An introduction to the underlying principles and structure*. Retrieved from <http://www.sukuk.com/wp-content/uploads/2014/03/Sukuk-Structures.pdf>
- Erol, S. (2015), Ata Uluslararası Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş., Chartered Accounts and Management Consultants, A Member Firm of Kreston International, Independent Auditors' Report.
- Haneef, R. (2009). From asset-backed to asset light structures: The intricate history of sukuk. *Isra International Journal of Islamic Finance*, 1(1), 103-126.
- Kammer, A., Norat, M., Pinon, M., Prasad, A., Towe, C., & Zeidane, Z. (2015). Islamic finance: Opportunities, challenges and policy options. *International Monetary Fund*, April, 1–33.
- Küçükçolak, N. (2008). Faizsiz finansman sertifikası Sukuk'un Türk sermaye piyasası açısından değerlendirilmesi. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*. 45(520), 23–35.
- Saeed, A., & Salah, O. (2012). History of sukuk: pragmatic and idealist approaches to structuring sukuk. In M. Ariff, M. Iqbal & S. Mohamad *The Islamic debt market for sukuk securities* (pp. 55–56). Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing.
- Saidi, N. H. (2012). Stylized facts about islamic sukuk markets. In M. Ariff, M. Iqbal & S. Mohamad *The Islamic debt market for sukuk securities* (pp. 55–56). Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing.
- Skully, M. T. (2012). Securitization issues and Islamic financial products with reference to sukuk. In M. Ariff, M. Iqbal & S. Mohamad *The Islamic debt market for sukuk securities* (pp. ?? –??). Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing.
- Tariq, A. A., & Dar, H. (2007). Risks of sukuk structures: Implications for resource mobilization. *Thunderbird International Business Review*, 49, 203–223.
- Türkiye Katılım Bankaları Birliği. (2016). *Yıllık raporlar ve istatistiksel veriler*. Erişim adresi: <http://www.tkbb.org.tr/>
- World Bank Group. (2014). *Sukuk markets, policy research working paper*, 7133. Retrieved from <http://documents.worldbank.org/curated/en/637041468320946094/Sukuk-markets-a-proposed-approach-for-development>
- Zawya (2014). Yıllık veriler ve istatistikler. Erişim adresi: <https://www.zawya.com>