

## **Faizsiz Menkul Kıymet Kullanımı – SUKUK**

Faizsiz finansman enstrümanlardaki son yenilikler faizsiz finansman endüstrisinin dinamiklerini değiştirmiştir. Müstakil ihraçlar yoluyla devlet ve şirketlere finansman sağlama aracı olarak özellikle bono ve menkul kıymet alanlarında sukuk veya faizsiz menkul kıymet kullanımı son yıllarda oldukça yaygınlaşmıştır. 2000 yılında toplam değeri 336 milyon usd olan üç ihraçla başlayan sukuk işlemleri 2006 yılı sonunda 77 ihraçla 27 milyar usd'nin üzerinde bir hacme ulaşmıştır. 2007 yılı sonunda toplam sukuk hacminin 35 milyar usd'yi geçmesi beklenmektedir.

Sukuk, uluslararası sermaye piyasalarında finansmanı arttırmak için geliştirilen faizsiz Bankacılık ilkelerine uygun önemli finansal araçlardan birisidir. Özel şirketler, devlet şirketleri ve finansal kurumlar sendikasyon finansmanına alternatif olarak uluslar arası sukuk çıkarmayı enstrüman olarak kullanmaktadırlar.

## **SUKUK NEDİR? NASIL OLUŞTURULMAKTADIR? GELENEKSEL BONO VE SEKÜRİTİZASYONDAN FARKI NEDİR?**

### **Sukuk nedir?**

Sukuk, finansal sertifikanın Arapça adıdır ve faizsiz bono olarak tanımlanmaktadır. Bununla birlikte sabit getiri, faiz taşıyan bonolara İslamiyet'te izin verilmemiştir. Bu nedenle sukuk faiz ödemeyi veya faiz masrafı yüklemeyi yasaklayan İslam hukuku prensiplerine uyan menkul kıymetlerdir. İkincil piyasada işlem görüp görmemelerine göre sınıflandırılan finansal varlıklardır.

Sukuk genel olarak İslami prensiplere uygun (faizsiz) tahvil olarak tanımlanmaktadır. En basit şekliyle sukuk bir varlığa sahip olmayı veya ondan yararlanma hakkını göstermektedir. Sukukta yer alan hak-iddia sadece nakit akışı hakkı değil aynı zamanda mülkiyet hakkıdır. Bu, sukuku geleneksel bonolardan farklılaştırmaktadır. Geleneksel bonolar faiz taşıyan menkul kıymetlerden oluşurken, sukuklar temel olarak varlık sepetinde sahiplik hakkından oluşan yatırım sertifikalarıdır.

Sukuk (sak kelimesinin çoğulu) ilk olarak alış-veriş ve diğer ticari faaliyetlerden kaynaklanan finansal yükümlülükleri gösteren bir kâğıt olarak orta çağda daha çok Müslümanlar tarafından kullanılmıştır. Günümüz sukuku geçmişte kullanılan bu sukuktan farklıdır. Sukuk, ilgili varlığın değeriyle orantılı oluşturulan sertifikalar aracılığıyla varlığın mülkiyetinin geniş yatırımcı kitlesine transfer edildiği bir süreç olan sekürütizasyona benzemektedir.

## Sukuk ve Bono

Bono, ihraç edenin belirli tarihlerde faiz ve anaparayı bono alıcısına ödemesini sözleşme ile yükümlülük haline getiren borç yükümlülüğü sözleşmesidir. Buna karşılık sukuta, sukuk alıcısı ilgili varlıkta tam tasarruf hakkı kazanmaktadır. Sonuç olarak sukuk alıcısına sukuk varlıklarının satılmasından oluşacak hâsılatın yanında sukuk varlıklarından elde edilen gelirlerden de pay alma hakkı verilmektedir. Sukukun ayırt edici diğer bir özelliği de sertifikanın alıcısına borcu göstermesidir.

## Faydaları ve Özellikleri

- Sukuk, orta-uzun vadeli sabit veya değişken getiri sağlayan faizsiz sermaye piyasası ürünüdür.
- Uluslar arası derecelendirme kuruluşları tarafından değerlendirme ve derecelendirmelerinin yapılması yatırımcılar tarafından sukukun risk/getiri analizinin yapılmasında rehber olarak kullanılmaktadır.
- Kolay ve etkin ödemesinin yapılmasıyla yatırım süresince düzenli gelir akışı sağlamaktadır.
- Likit bir enstrümandır ve ikincil piyasada işlem görmektedir.

## Sukuk Fonlarının Kullanımı

Proje, varlık ve bilânço endeksli olarak sukukun genel kullanım alanları vardır.

**a. Proje Endeksli Sukuk:** Bu kategoride proje endeksli sukuk aracılığıyla fon sağlanmaktadır. Bu sukuk türüne Katar Hükümeti tarafından 2003 yılında Doha'daki Hamad Medikal Merkezi'nin inşaatı için kaynak sağlanması amacıyla çıkartılan Katar Global Sukuku örnek verilebilir. Bu projenin gerçekleştirilmesi için özel proje ortak girişimi (SPV, Katar Global Sukuku) oluşturulmuştur. Bu amaçla Ekim 2010 vadeli 700 milyon USD değerinde Güvence Sertifikası ihraç edilmiştir. Sukukun yıllık değişken getiri oranı libor + 0.45 olarak belirlenmiştir.

**b. Varlığa Endeksli Sukuk:** Bu sukukta, varlıkların kazanç hakkının yatırımcılara satılmasıyla fon sağlanmaktadır. Malezya Hükümeti icara sukuku sertifikasıyla 2002 yılında 600 milyon USD'lik ihraç gerçekleştirmiştir. Bu düzenlemeye göre, Malezya Hükümeti tarafından özel amaçlı girişime (SPV) satılan arazi parselinin kazanç hakkı yatırımcılara beş yıl için yeniden satılmıştır. SPV mülkiyet haklarını güvence altında tutarak ve yatırımcılara değişken oranlı sukuk ihraç etmiştir. Varlık Endeksli diğer bir sukuk örneği de Bahreyn havalimanının genişletilmesini fonlamak için ihraç edilen 250 milyon usd değerindeki beş yıllık icara sukukudur.

**c. Bilanço Endekli Sukuk:** Bu tür sukuka İslam Kalkınma Bankası tarafından 2003 Ağustosunda ihraç edilen sukuk örnek verilebilir. Banka, üye ülkelerin çeşitli projelerini finanse etmek için sukuk ihraç etmiştir. Banka, projenin kaynağını uluslararası sermaye piyasasına 400 milyon USD değerinde 2008 vadeli beş yıllık sukuk ihraç ederek sağlamıştır.

## SUKUK ÇEŞİTLERİ

Finansman ve ticari işlemlerde kullanma şekillerine göre sukuklar çeşitlilik göstermektedir. En önemlileri icara, muşaraka, salam ve istisna sukuklarıdır.

### 1. Mudaraba Sukuku

Mudaraba hissesinde eşit değerde paylara sahipliği (mülkiyet) temsil eden, mülkiyetin tam olduğu, murabaha alıcılarının isminin kaydedildiği ve getirinin sahip olunan hisseye göre dağıtıldığı yatırım sukuklarıdır. Bu tür sukuk alıcıları (rabul-mal) mal sahibidirler. Mudaraba sukuku büyük yatırım projelerinde geniş kitlelerin katılımını arttırmak için kullanılır.

Mudaraba sukukunun belirgin özellikleri şunlardır:

- I. Mudaraba sukuku, ortak mülkiyeti ifade eder ve sukuk ihraç edene karşı özel projelerde sukuk alıcısına hisse hakkı verir.
- II. Mudaraba sukuku sözleşmesi, ihraç ile ilgili sermayenin türü, getiri oranı ve diğer şartların şeri hükümlere uygunluğunu gösteren tüm bilgilerin yer aldığı ihracın tanıtımındaki resmi bildirimde dayanmaktadır.
- III. Mudaraba sukuku alıcısına, sözleşmeyi (kontrat) kendi takdiriyle menkul kıymet piyasasında satarak mülkiyeti başkasına devretme hakkı verilmiştir. Mudaraba sukukunun satışı aşağıda listelenen kurallara göre yapılmalıdır.
  - a. Projenin operasyonundan önce Murabaha sermayesi, para şeklinde ise Mudaraba sukukunun alım-satımı işlemi para ile para değişimi gibidir. Bu durumda kıymetli maden alım/satım (bay al sarf) kuralları uygulanmaktadır.
  - b. Murabaha sermayesi borç şeklinde ise İslamiyet'in borç hukuku kurallarına uyması gerekir.
  - c. Murabaha sermayesi nakit, mal, emlak, alacak ve kardan oluşan sepet şeklinde ise işlem karşılıklı anlaşmaya dayalı piyasa fiyatına göre yapılmalıdır.
- IV. Sukuk alıcılarından fon toplayan SPV/ idareci kendi fonunu da yatırım yapar. Mudarip olarak kardaki payına ilave olarak SPV katkıda bulunduğu kendi sermayesi oranına göre getiri elde eder.
- V. Tanıtım broşürü veya Mudaraba sukuku, ihraç eden veya fonun yöneticisi tarafından sermaye, sabit getiri veya sermaye oranına göre getiri için herhangi bir garanti içermemektedir. Aynı şekilde;

- a. Tanıtım broşürü veya onun devam olarak ihraç edilen Mudaraba sukuku, sukuk alıcısına belirli bir miktarda ödeme yapılmasını öngörmeyebilir.
  - b. İslami kurallar uygulanarak gelir paylaşılabilir.
  - c. Projenin kar ve zararı yayımlanmalı ve sukuk alıcılarına dağıtılmalıdır.
- VI. Gelirden kesinti yapılarak sermaye kaybı gibi beklenmedik durumlar için rezerv oluşturulabilir.
- VII. Tanıtım broşürü, mudaraba sözleşmesinden bağımsız olmak şartıyla yasal veya finansal herhangi bir getiri olmadan projedeki zararı karşılamak amacıyla üçüncü kişilerin belir bir miktar hibe vaadini içerebilir.
- Üyelik için belirlenmiş zamanın bitiminde, sukuk alıcısı kendi rızasıyla menkul kıymet piyasasında işlem yaparak (satarak) mülkiyet hakkını başkasına transfer edebilir.

### **İşlem Adımları**

- Mudarip, proje sahibiyle projenin görevlendirmesi/ inşası için anlaşmaya varır.
- SPV, fon sağlamak için sukuk ihraç eder.
- Mudarib, proje faaliyetinden gelen nihai sermaye hâsılatı ve düzenli getiri ödemesi alır.
- Mudarip, tamamlanınca projeyi sahibine teslim eder.

### **Mudaraba Sukuku Uygulaması**

Shamil Bank (Bahreyn), Suudi Arabistan'da faaliyet gösteren bir gayrimenkul şirketiyle arazi geliştirme projesi (Al Ehsa Special Realty Mudarabası) ile 360 milyon Suudi Riyali değerinde yatırım sermayesi temin etmiştir. Mudarabanın amacı yatırımcılara arazi finansmanına katılımlarından dolayı getiri sağlamaktır.

## **2. Muşaraka Sukuku**

Muşaraka varlığının mülkiyetini temsil eden yatırım sukuklarıdır. Sukuk ihraç edenlerin yatırım kararlarında referans gösterilen sukuk alıcılarından oluşan komite oluşturmaları durumunda sukuku elinde bulunduranlar ve sukuku ihraç edenler arasındaki ilişkinin organizasyonu hariç mudaraba sukukundan farkı yoktur. Muşaraka Sukuku, ortaklık sözleşmesine dayalı mevcut bir işin finansmanını geliştirmek veya yeni bir projeyi tesis etmek için kullanılır. Sertifikayı elinde bulunduranlar hisseleri oranında projenin veya faaliyetin sahibi olurlar. Bu Muşaraka sertifikaları ciro edilebilir enstrüman olarak işlem görür ve ikincil piyasalarda alınıp satılabilirler.

Yeni bir projenin kurulması, varolan bir projenin geliştirilmesi veya herhangi bir ortaklık sözleşmesini temel alan bir faaliyetin finansmanı için eşit değerinde ihraç edilmiş sertifikalardır. Yatırım acentesi, mudaraba veya katılım esasına dayalı muşaraka sertifikalarıyla sertifika sahipleri hisseleri oranında projenin veya faaliyetin sahibi olurlar.

### **İşlem Adımları**

Sabit bir dönem ve anlaşılan kar paylaşımı için SPV ve şirket muşaraka anlaşması yaparlar. Şirket periyodik olarak SPV'nin muşaraka hisselerini satın almayı garanti eder.

- Şirket (Muşarık olarak) Muşarakaya konu olan toprağa veya diğer fiziksel aktiflere katkıda bulunur.
- SPV (Muşarık olarak) nakit (muşarakaya yatırım yapanlardan elde edilen ihraç geliri vb.) katkıda bulunur.
- Muşaraka, muşarakaya eklenen ilave nakitlerle toprağı veya fiziksel değerleri geliştirmesi için ve geliştirilen değerleri Muşaraka namına satıp/kiralaması için bir şirketi yetkili acente atar.
- Yetkili acente (şirket) sabit acenta ücretine ilave olarak teşvik edici değişken ücret elde edecektir.
- Karlar sukuk hissedarlarına dağıtılır.
- Şirket, yarı yıl esasına göre SPV'nin muşaraka hisselerini önceden anlaşılan fiyat üzerinden satın almayı vazcayılmaz şekilde garanti eder ve sabitlenmiş dönem sonunda SPV'nin muşarakada hiçbir hissesi kalmaz.

### **Muşaraka Sukuku Uygulaması**

Emirates Airline'nın 550 milyon USD değerindeki 7 yıllık sukuku, Muşaraka ile yapılmıştır. Muşaraka veya ortak girişim Dubai Havaalanının yanında bulunan ve daha sonra Emirates'e kiralanacak yeni genel müdürlük binasının ve mühendislik merkezinin yapımı için kurulmuştur. Muşarakadan gelen kira geliri şeklinde olan kar, güvence sertifikasındaki periyodik ödemeyi yapmak için kullanılacaktır. Sitara Kimyasal Sanayileri Ltd, , Haziran 2002'de 360 milyon Riyal değerinde kar-zarar paylaşımına dayalı dönemsel finans sertifikalarını (TFC's) ihraç etmiştir. TFC's beş yıl için sabitlenmiş olup kar/zarar paylaşımı şirketin Kimya bölümünün kar/zararına endekslenmiştir.

Kuveyt Finans Kurumu (KFH) Likidite Yönetim Merkezi (LMC) ve Al Muthanna Yatırım Şirketi(MIC), yetkilendirilmiş ana düzenleyiciler olarak Kheiran Pearl City projesinin parçası olan Lagon City rezidans ve ticari emlak projesini desteklemek için 125 milyon US\$ Lagoon City Muşaraka sukuku ihraç etmiştir.

### **3. İcara Sukuk**

Bu sukuk türü sahibine kiradaki bir gayrimenkuldeki eşit ortaklığın sahipliğini veya gayrimenkulün intifa hakkını sunar. İcara sukuku sahiplerine gayrimenkulün mülkiyet hakkını, kirasını almayı ve sukuku kiracının haklarını etkilemeyecek şekilde elden çıkarma mesela alım-satımını yapma hakkını tanır. İcara sukuku sahipleri söz konusu gayrimenkulün bakım maliyetlerini üstlenmektedirler. İcara sukuk, bir kira kontratı ile bağlanmış tanımlı, mevcut ve bilinen varlıkların mülkiyet hakkını sahiplerine sunar ve kira bedeli sukuk sahibine ödenir. İcara kiralari kiracının intifa hakkını kullanma dönemi ile

ilişkili olmayabilir. Tarafların ortak kararı ile kiralamanın öncesinde, kiralanmış durumda iken veya kiraladıktan sonra yapılabilir. Bu esneklik çeşitli türlerde kontratların geliştirilmesini ve sukukun çeşitli amaçlar için kullanılmasını sağlamaktadır.

### **İcara sukukun özellikleri**

- Bir icara kontratı yapılırken söz konusu varlığın kiralanabilir olduğu ve kira miktarının ne kadar olduğunu tarafların açıkça biliyor olması gerekmektedir. Eğer her ikisi de biliniyorsa henüz inşa edilmekte olan varlık veya gayrimenkuller de kontratta açıkça tanımlanmak kaydıyla kiraya verenin normal şekilde elde edeceği, inşa edeceği veya alacağı varlığın kiraya verilmesini sağlayarak sukuka konu olabilir. Kiraya veren, kiracının varlıktan yararlanma hakkını engellemeyecek şekilde varlığı satabilir. Varlığın yeni sahibi kirayı alma hakkını da elde edecektir.
- Kira tutarı kiralamanın ilk döneminde açıkça ve sonraki dönemler için yenilerek belirlenebilir. Kira sabit bir oranda artabilirken, bilinen bir değişkene bağlı olarak artabilir veya azalabilir.
- İslami kaidelere göre, varlığın temel yapısıyla ilgili ödemeler ve maliyetler varlığın sahibinin sorumluluğundadır. Kullanımı ile ilgili oluşan bakım giderleri ise kiracının yükümlülüğündedir.
- İcara sukukunun ihraç sürecinde varlığı satın alan ve yatırımcılara sukuku dağıtan bir SPV vardır. SPV varlığı ödemeyi yaparak satın alır ve daha sonra varlık üçüncü tarafa kullanım için kiraya verilebilir. Kiracı SPV'ye periyodik olarak kirayı öder ve SPV sukuk sahiplerine kira bedelini dağıtır.
- İcara sukuk ciro edilebilir ve ikincil piyasada alım satımı yapılabilir.
- İcara sukuk ihraç edenlere yönetim ve pazarlama açısından yüksek derecede esneklik sağlar. Merkezi hükümetler, belediyeler özel ve kamu sektöründe faaliyet gösteren varlık sahipleri bu sukuk türünü ihraç edebilmektedirler. Buna ek olarak finansal aracı kuruluşlar veya doğrudan varlık sahipleri de ihracı gerçekleştirebilirler.

### **İşlem adımları**

- Yükümlü söz konusu varlığı önceden anlaşılmış olan fiyattan SPV'ye satar.
- SPV satın aldığı fiyatta eşit şekilde sukuk sertifikası ihraç ederek finansmanı sağlar.
- Kira sözleşmesi, belirlenmiş bir süre için yükümlünün varlığı kiracı olarak yeniden kiralamasıyla SPV ve yükümlü arasında imzalanır.
- SPV yükümlüden periyodik olarak kirayı alır.
- Kira tutarı yatırımcılara (sukuk sahiplerine) dağıtılır.
- Vadede veya parçalanma durumunda, SPV önceden belirlenmiş bir fiyattan varlığı yükümlüye geri satar. Bu tutar icara sukukun şartlarındaki tüm borçlara eşit olmalıdır.

#### 4. Murabaha Sukuk

Bu sukuk türünde sertifika ihraç eden taraf Emtia Murabahası satıcısı, murabaha alan emtianın alıcısı ve fon da emtianın satın alma maliyetidir. Sertifika sahipleri murabaha emtiasına sahip olurlar ve emtianın tekrar satışında nihai satış fiyatı hakkına sahiptirler.

Murabaha temelli sukukun hukuki olarak geçerli olması için sadece birincil piyasada işlem görmesi gerekir. Sukukun ciro edilmesi veya ikincil piyasada işlem görmesine İslam hukuku tarafından izin verilmemiştir. Çünkü sertifikalar, emtia alıcısının sertifika sahiplerine borcunu temsil etmektedir ve borcun vadeli olarak alınıp satılması faizle sonuçlanacağından izin verilmemiştir. Borç enstrümanı olmasına rağmen büyük bölümü muşaraka veya icara sukuku gibi ciro edilebilir enstrümanlardan oluşan ve bir portföyün küçük bir parçasını oluşturursa murabaha sukuku ciro edilebilir. Murabaha sukuku, anlaşılan fiyattan borcun satışına (bai-al-dayn) izin verilen Malezya'da daha yaygındır.

##### İşlem adımları

- SPV ve borçlu arasında ana sözleşme imzalanır.
- SPV yatırımcılara sukuk ihraç eder ve sukuk getirisi alır.
- SPV emtia satıcısından spotta emtia satın alır.
- SPV emtiayı kar marjını ekleyerek spot fiyattan anlaşılan zaman diliminde taksitli ödenmek üzere borçluya satar.
- Borçlu emtiayı spotta emtia alıcısına satar.
- Yatırımcılar nihai satış bedeli ve getiri elde ederler.

##### Murabaha Sukuku Uygulaması

Bahreyn menşeli yatırım firması olan Arcapita Bank Bayerische Hypo-und Vereinsbank AG, Standard Bank Plc ve WestLB AG, London Branch (yetkili ana düzenleyiciler olarak birlikte) beş yıllık çokdövizli (usd, eur ve gbp) murabaha sukuku ihraç etmişlerdir. Sukukun vadesi beş yılda olup önerilen fiyat üç aylık libor+175 pipstir.

#### 5. Salam Sukuk

Salam Sukuk, Salam sermayesi toplamak için eş değerli olarak ihraç edilen belgelerdir. Toplanan bu sermaye ile ihraç olan belgeleri alanlar Salam bazlı satılan malların mülkiyetini almış olur. Belgeleri ihraç eden bu malların satıcısıdır. Üyeler ise malların alıcılarıdır. Ödenecek üyelik ücretleri malların satınalma fiyatıdır. Salam belgelerini ihraç edenler mal sahipleridir ve bu mal sahipleri Salam bazlı malları ihraç edilen Salam Sukuk belgeleri ile satmaya yetkilidirler.

Salam-bazlı menkuller bir SPV aracılığıyla çıkartılıp satılabilir. Böylece yatırımcılardan alınan fonlar belli bir malın ileriki bir tarihte teslim alınacağı sözleşmesi ile SPV şirketine

ödenir. SPV ayrıca sözleşmede belirtmiş olduğu miktardaki malı teslim etme zamanında daha yüksek bir fiyattan pazarlaması için bir acente ile anlaşabilir. Alış fiyatı ile satış fiyatı arasındaki fark SPV nin ve ayrıca Sukuk alıcılarının karıdır.

Salam için geçerli olan tüm şer-i gereklilikler Salam Sukuk için de geçerlidir. Alıcının ödemeyi tam olarak yapması; Salam bazlı malın standart bir yapıya sahip olması; malın miktarının, kalitesinin, teslim tarih ve yerinin açıkça belirlenmiş olması bu gerekliliklere örnek olarak gösterilebilir. Salam ve aynı zamanda Salam Sukuk ile ilgili Şer-i şartlardan biri de alınan malın vade zamanı gelmeden ikinci bir satışının yapılamamasıdır. Çünkü bu tür işlemler borç satışı olarak değerlendirilir ve Salam likit olmayan ve yatırımcılara cazip gelmeyen bir enstrüman halini alır. Oysa yatırımcı Salam belgesini Salam bazlı menkulün vade zamanı geldiğinde fiyatının daha yüksek olacağını düşünüyorsa alacaktır.

### **İşlem Adımları**

- SPV bir yükümlü ile hem malları hem de alıcıları bulmak için anlaşma imzalar. Yükümlü, Sukuk-alıcıları adına malları almayı ve sonrasında yine Sukuk sahipleri adına kar etmek için malları satmayı taahhüt eder.
- Salam belgeleri yatırımcılara verilir ve SPV Sukuk getirilerini alır.
- Salam getirileri ileriki bir tarihte malları satacak olan Yükümlüye verir.
- SPV Yükümlü den malları alır.
- YükümlüSukuk sahipleri adına malları kar için satar.
- Sukuk sahipleri malların satış getirilerini alır.

### **Salam Sukuk Uygulaması**

Bahreyn Hükümeti Salam Sözleşmesinde, Salam Sukuk'un baz varlığı alüminyum olarak belirlenmiştir. Sözleşmede, alıcıya peşin ödeme yapması karşılığında belirlenmiş ileriki bir tarihte alüminyum satılacağı taahhüt edilir. Bahreyn İslam Bankası (BIB) Salam Sözleşmesine katılmak isteyen diğer bankaları temsil etmek üzere görevlendirilmiştir.

BIB sözleşmeleri ve gerekli dökümanları diğer bankalar adına imzalamaya yetkili kılınmıştır. Aynı zamanda alıcı Salam bazlı malı dağıtım kanalları ile pazarlaması için Bahreyn Hükümetini acente olarak görevlendirir. Bahreyn Hükümeti BIB'nın Salam sahiplerine diğer geleneksel kısa vadeli para piyasası enstrümanlarının getirisine eşit getiri getirecek şekilde kazanç olmasını sağlayacak bir fiyattan alüminyum pazarlamasını sağlar.

## **6. İstisna Sukuk**

İstisna sukuku, sertifika sahibinin sahip olduğu ürünleri imal için gerekli fonların sağlanması amacıyla ihraç edilen ve eşit değer taşıyan sertifikalardır. Üyelikten elde



edilen fonlar ürünün maliyetiyken, sertifikaları ihraç edenler üreticiler (satıcı/tedarikçi) ve üyeler ise planlanan ürünün alıcılarıdır. Sertifika alıcıları ürüne sahip olurlar ve sertifikanın satış bedeline veya paralel istisnaya satılan ürünün satış bedeline hak kazanmaktadırlar. İstisna sukuku büyük altyapı projelerini finanse etmekte kullanışlıdır.

Altyükleniciyle paralel istisna sözleşmesi yapması için İstisnadaki yükleniciye izin vermesinden dolayı İstisna finansal aracılığa uygundur. Bu nedenle bir finansal kuruluş kar amaçlı bir inşaat işlemini yüklenebilir ve altyüklenici sözleşmesiyle inşa işlemini uzmanlaşmış bir firmaya devredebilir.

İslam hukuku bu borç senetlerinin ön (ilk) değerinden farklı herhangi bir fiyattan üçüncü bir kişiye satılmasını yasaklamıştır. Bu nedenle bu tür sertifikalar ikincil piyasa işlem görememektedir.

### **İşlem Adımları**

- SPV, projeye fon temin etmek amacıyla sukuk ihraç eder.
- Sukuk ihraç getirisi yüklenici/inşacı tarafından inşa ve projeyi gelecekte teslim etmek için kullanılır.
- Malın mülkiyeti SPV'ye devredilir.
- Mülkiyet/proje nihai alıcıya kiralanır veya satılır. Nihai alıcı SPV'ye aylık taksitlerle ödeme yapar.
- Getiri sukuk alıcıları arasında dağıtılır.

### **İstisna Sukuk Uygulaması**

Milli Merkezi Soğutma Merkezi (Birleşik Arap Emirlikleri) adına Tabreed'in beş yıllık global şirket sukuku %5.50 sabit kupon ödemesi sağlamıştır. İcara istisna ve İcara mawsufah fi al dhimmah'den ( forwad leasing sözleşmesi) oluşmaktadır. Değeri 136 milyon USD olan, mevcut borcu azaltmak ve finansal büyümeyi sağlamak için gerekli fonun bulunması amacıyla ihraç edilmiştir.

Durrat Sukuku, Durrat Al Bahrain olarak bilinen Bahreyn Krallığının en büyük rezidans projesinin bir milyar usd'lik rezidans ve alışveriş merkezinin ilk aşamasının altyapı çalışmalarını finanse etmek için ihraç edilmiştir. Sukuk üçer aylık dönemlerde libor+ 125 baz puan getiriye sahiptir, beş yıl için çıkarılmıştır ve erken ayrılma opsiyonu vardır.

## **7. Hibrid Sukuku**

Sukuk ihracı ve alım-satımının önemli bir yatırım aracı oluşu ve yatırımcıların farklı taleplerinin göz önünde bulundurulması nedeniyle; daha kapsamlı bir sukuk olan "hibrid ya da karma sukuk" piyasada işlem görmeye başlamıştır. Hibrid sukukta ilgili varlık havuzu İstisna, Murabaha ve İcara'dan oluşmaktadır. Farklı niteliklerdeki

enstrümanlardan oluşan bir varlık havuzuna sahip olmak, fonların daha yüksek hareket kabiliyetine imkan sağlamaktadır. Her ne kadar murabaha ve istisna sözleşmeleri menkul kıymete dayalı enstrümanlar gibi ikincil piyasalarda satılamasa da, bir hibrid sukukta varlık havuzunun en az %51'i İcara sukuk gibi piyasada alım satımı yapılabilen sukukdan oluşmalıdır.

Murabaha ve istinanın havuzun birer parçası olmasından ötürü bu belgelerin getirisi sadece önceden belirlenmiş sabit bir oranda olabilir.

### **İşlem Adımları**

- İslami finans koordinatörü maddi varlıkları ve murabaha işlerini SPV'ye transfer eder.
- SPV, sukuk sahiplerine katılım sertifikası yayımlar ve fonları toplar. Bu fonlar İslami finans koordinatörü tarafından kullanılır.
- İslami finans koordinatörü SPV'den bu varlıkları anlaşılmiş bir zaman periyodu üzerinden satın alır.
- Yatırımcılar bu varlıklar üzerinden sabit bir getiri elde ederler.

### **Hibrid Sukuku Uygulaması**

İlk sukuk İslami Kalkınma Bankası tarafından ihraç edilmiş olup ve içeriği %68 İcara sukuk, % 30.73 murabaha ve %3.4 istisna sukuk şeklindedir. Piyasa sürülen bu sukuğa uluslararası pazarlanabilirlik sağlamak için IDB tarafından garantörlük verilmiştir. Jersey, kanal adalarında faaliyet gösteren bir anonim şirket olan Solidarity Trust Services tarafından 400 milyon \$'lık sukuk ihraç edilmiştir. Özel Sektörün Gelişimi İçin İslami İşbirliği Örgütü; bu varlıkların konsolide net aktif değer üzerinden IDB'den alınıp Solidarity Trust Services'a satılması şeklinde aracı rol oynamıştır.

### **Sonuç**

Sukuk piyasası henüz olgunlaşma aşamasındadır ve gerek ihraç ediciler gerekse yatırımcılar tarafından her geçen gün daha fazla ilgi görmektedir. Sukuk bugün orta ve uzun vadeli tasarruflar için alternatif bir yatırım aracı olarak geçerliliğini kabul ettirmiş durumdadır.

Gecen zaman içerisinde farklı yapıda sukuklar piyasa sunulmuş olmakla birlikte, su ana kadar ihraç edilmiş sukukların büyük kısmı icara sukuk niteliğindedir. Sukukların ikincil piyasa da alınıp satılabilmesi, sukuku alternatif yatırım aracı olarak daha da cazip hale getirmiştir. İcara sukukaa nispeten daha az ilgi görüyor olsalar da diğer sukuk çeşitleri de gelişmekte olan piyasalardaki yatırımcılar için havaalanı, köprü, baraj gibi belli başlı projelere katılımları noktasında etkin bir rol oynamaktadır.

## Tanımlar

**İcara:** İcara bir leasing şeklidir. Bir finansal veya başka bir kurumun periyodik kira geliri elde etmek amacıyla müşterisine kiralamak için bir varlığı satın aldığı sözleşmedir. Kiralama sözleşmesinin süresi karşılıklı anlaşılır ve varlık kiraya verenin malı olarak kalır.

**İcara-wa-iktana:** İcara wa iktina İcaraya benzemekte olup farkı kiralama sözleşmesinin bitiminde önceden anlaşılan fiyattan müşterinin teçhizatı satın almayı taahhüt etmesidir. Bir varlık için periyodik kira ödemesi yapan müşterinin talebi üzerine bir finansal kuruluşun bir varlığı satın aldığı leasing sözleşmesidir. Taksit süresi ve her bir taksit miktarı taraflar arasında karşılıklı anlaşılır ve müşteri kiralama süresinin bitiminde varlığın sahibi olur. Kiralama süresince ödenen taksitler satış tutarının bir parçası olduğundan nihai satış bedeli bir göstergedir.

**Azalan Muşaraka ile İcara:** Azalan muşaraka ile İcara ev satın alma hizmetlerinde kullanılmaktadır. Azalan muşarakadan amaç, kira ödemelerinin üzerinde ek sermaye ödemesi yapıldığında karşı tarafın varlıktaki hissesinin azalmasıdır. Ek sermaye ödemesi yapıldığı her bir zaman aynı şekilde ödeme yapanın varlıktaki hissesi artarken diğer tarafın hissesi azalır. Sonuçta karşı taraf varlığın tamamının sahipliğini ödeme yapana devreder.

**Mudaraba:** Bir proje yatırımı başlatmak için bir tarafın sermaye diğer tarafın uzmanlık sağladığı yatırım sözleşmesidir. Sözleşme, yatırımcılar (Rab Al Mal) ve yönetici vekil (Mudarib) arasındadır. Gerçekleşen her kar anlaşılan orana göre taraflar arasında paylaşılır. Sözleşmenin bitiminde başlangıç sermayesi Rab Al Mal'e ödenir. Zarar olması durumunda Rab Al Mal sermaye kaybına katlanacak ve Mudarib'in ihmalinin sermaye kaybına neden olduğu ispatlanmadığı sürece Mudarib sermaye kaybına katılmayacak sadece emeği karşılığındaki kazancı kaybedecektir.

**Mudarib:** Mudaraba sözleşmesinde yatırımı yöneten uzmana mudarip denir.

**Murabaha:** Bir finansal kurumun üçüncü kişiden müşterisi için mal satın aldığı malı müşterisine vadeli ödeme şartlarında önceden anlaşılan fiyattan müşterisine tekrar sattığı sözleşmedir. Murabaha satın alım ve tekrar satma sözleşmesidir ve müşteriye faiz ödemedi ve borç almadan satın alma imkânı sağlar. Örneğin İngiltere İslami Bankası müşterisi için mal satın alır ve anlaşılmış kar marjını ekleyerek vadeli olarak müşterisine tekrar satar. Müşteri herhangi bir faiz ödemedi satın aldığı malın fiyatını vadeli öder.

**Bia Salam:** Belirli niteliklere sahip, ödemesi gelecekte bir tarihte olacak malların peşin para karşılığı satılmasıdır. Satıcı belirlenmiş son tarihte belirli niteliklere haiz malların teslimine uymak zorundadır.

**Muşaraka:** Muşaraka ortaklık demektir. İki tarafın fon sağladığı ortak girişimdir ve katkıda bulunan orana göre kar/zarar paylaşılır. Başka biriyle ortak sermaye konulmasını ve risk/getirinin paylaşılmasını gerektirir. Muşarakanın normal bankacılık

uygulamalarından farkı kar paylaşımı için herhangi bir oranın belirlenebilmesi ve ayıp/zararın yatırıma katılan payla orantılı olmasıdır.

**Karz (Qard):** Karz herhangi bir kar ödemesi olmayan ödünç vermedir. Bu düzenleme genelde cari hesaplar için kullanılır. Temelde cari hesap, banka tarafından yatırım ve diğer amaçlar için kullanılan bankaya verilen ödünç ödemedir. Talep edilmesi durumunda sahibine geri ödenmelidir.

**Riba:** Riba faiz demek olup, İslam hukukuna göre yasaklanmıştır. Herhangi bir risk olmayan veya borca garanti edilmiş faiz tefecilik- aşırı faizcilik olarak adlandırılır.

**İstisna:** Üreticinin önceden anlaşılan fiyat, özellik ve belirlenmiş standartlarda tamamlanmış ürün sağlama sorumluluğunu aldığı mal üretimi kontratıdır. Ücret iş öncesinde veya belirlenen bir zaman diliminde veya tesliminde ödenebilir.

**Wakala:** Wakala, acentelik sözleşmesidir ve genellikle uzmanlık ücreti içermektedir. Genel olarak büyük depo hesapları için kullanılmaktadır. Kişi/kurum yatırım yapılan sermayeye sahiptir ve başka bir kurumu acente olarak atar ve uzmanlık ücreti öder.

**Bai al Dayn:** Borç finansmanı: ticari belge ve kâğıtların alım satımı yoluyla üretim, ticaret ve hizmet için gerekli finansal kaynakların sağlanmasıdır. Sadece hakiki ticari işlemlerden oluşan borçları gösteren belgeler alınıp satılabilir.