

# Katılım Bankacılığında Yenilenebilir Enerji Projelerine Destek: Dönüştürülebilir Müşareke Sukuk Modeli Önerisi

Fatih KAZANCI<sup>1</sup>

Makale Gönderim Tarihi : 14 Ağustos 2023

Makale Kabul Tarihi : 11 Mart 2024

## Öz

Makalenin yazılma amacı, katılım bankacılığında risk paylaşımına dayalı ve getiri beklentisi yüksek olan ürünlerin hacminin nasıl arttırılabileceği konusunda araştırma yapmak ve önerilerde bulunmaktır. Makalede önerilen “dönüştürülebilir müşareke sukuk” modeli sayesinde katılım bankaları ve sukuk yatırımcıları ülke ekonomisi için çeşitli faydalar sağlayabilirler. Bu faydalar; risk paylaşımına dayalı faizsiz ürün çeşitlerinin artırılması, yenilenebilir enerji tesislerinin ülkeye kazandırılması, katılım bankalarına ve sukuk yatırımcılarına kâr zarar paylaşımli ürünler ile getiri sağlanması ve yatırımcıların sukuk itfa tarihinden sonra da ilgili tesisin hisselerine sahip olarak getiri kazanmalarına devam etmeleri olarak sayılabilir. Tüm bu faydalar sayesinde Türkiye ekonomisinin sürdürülebilir kalkınmasına da katkı sağlanacaktır.

**Anahtar Kelimeler:** Katılım Bankacılığı, Yenilenebilir Enerji Finansmanı, Kira Sertifikaları, Dönüştürülebilir Müşareke Sukuk

**JEL Kodları:** N7, G21, P45

<sup>1</sup> Dr. Öğretim Üyesi, İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi, fatih.kazanci@izu.edu.tr, ORCID No: 0000 0002 7865 4229

## Support From Participation Banking To Renewable Energy Projects: Proposal For The Convertible Musharakah Sukuk Model

### *Abstract*

*The aim of the article is to conduct research and make recommendations on how to increase the volume of products with high return expectations based on risk sharing in participation banking. Thanks to the "convertible musharakah sukuk" model proposed in the article, participation banks and sukuk investors can benefit from increasing the range of interest-free products based on risk sharing, bringing renewable energy facilities to the country, providing returns to sukuk investors with profit and loss sharing products, and allowing investors to continue earning returns by owning the shares of the relevant facility after the sukuk redemption date*

**Keywords:** *Islamic Banking, Renewable Energy Finance, Sukuk, Convertible Musharakah Sukuk*

**JEL Cods:** N7, G21, P45

### 1. Giriş

Sukuk, konvansiyonel sermaye piyasası ürünü olan tahvillerin İslami bir versiyonu olarak tanımlanabilir. Sukuk, tahvillerin aksine faiz getirisi yerine arkasındaki varlığın getirisini yatırımcılara dağıtır.

Dönüştürülebilir sukuk modelleri mudarebe, müşareke, istisna, murabaha gibi fihhi açıdan uygun sözleşmelere dayalı olarak üretilmektedir ve daha çok devletlerin alt yapı (havaalanı, köprü, baraj, enerji vb.) projelerinin finansmanı için hükümetler tarafından yüksek montanlı olarak ihraç edilmektedirler. Katılım bankaları sukuk ihraçlarını genellikle kendi fon ihtiyaçları için icâre (sahipliğe dayalı kira sertifikaları) ve yatırım vekâleti sözleşmesine göre ihraç etmektedirler. Müşareke sukuk modeli katılım bankacılığında örneğine sıklıkla rastlanan bir sukuk modeli değildir. Bunun çeşitli sebepleri olmakla birlikte, bu tür sukuk ihraçlarının artırılması hem katılım bankacılığına hem de sukuk piyasasına çeşitli yenilikler sunma potansiyeline sahiptir.

Katılım bankalarının fon kullandırırken müşareke ortaklığı kurmaktan çekinmelerinin bazı nedenleri vardır. Bu ortaklıkların uzun vadeli olmaları, kârlılığın uzun zaman alması, zarar ihtimallerinin bulunuyor olması, uzun vadeli projeleri takip etmenin ve yürütmenin operasyonel zorlukları ve ülkemizde katılım bankacılığına özgü müşareke ortaklıkları üzerine geliştirilmiş

bir mevzuatın bulunmaması bu çekincelerden bazılarıdır. Tüm bunlar katılım bankalarını bu ortaklık türünden uzak tutsa da müşareke sukuk yapısının yenilenebilir enerji yatırımları üzerine önemli bir avantajı mevcuttur. Bu avantaj, bu tür yatırımların günümüzde gelir getirme olasılığının yüksek olmasıdır. Bu ürün türü paragrafın başında anlatılan çeşitli dezavantajlarına rağmen, sonuçta taraflara gelir kazandıracak ve ülke ekonomisini kalkındırabilecek bir potansiyele sahiptir.

Önerilen model bir müşareke ortaklığı yapısında olup, bu ortaklık süreci sukuk itfa tarihine kadar devam edecek olan bir süreçtir. Bu süreç içerisinde ortaklık öncelikle enerji tesisinin inşası için istisna sözleşmesinden yararlanacaktır. İnşa sürecinin tamamlanmasının ardından süreç icâre (kiralama) süreci olarak devam edecek ve bu süreçte kira gelirlerinden elde edilmiş olan kâr, ortaklar olan sukuk yatırımcıları ve katılım bankası arasında ortaklık sözleşmesine göre dağıtılacaktır. Sukuk itfa tarihinde ise dileyen sukuk yatırımcılarının sukuk sertifikaları hisse senedine dönüştürülecektir.

Dönüştürülebilir sukuk türleri, itfa tarihinden sonra da yatırımcılarına gelir sağlayan önemli bir özelliğe sahiptir. Bu sayede sukuk vadesi dolduktan sonra da dileyen sukuk yatırımcıları ilgili projenin/tesisin gelirlerinden hak almaya devam etmektedirler. Bunun için itfa tarihinde ilgili sukuk hisselerinin şirket hisseleri ile el değişmesi gerekmektedir.

Makale içerisinde literatür değerlendirilmesi sonrasında sukuk ve gelişimi incelenmiş ve ayrıca müşareke sukuk ve dönüştürülebilir sukuk, çeşitli araştırmalardan yapılan alıntılarla tanımlanmaya çalışılmıştır. Makaleye devletler tarafından finanse edilen bazı örnekler eklenmiş olup, son olarak katılım bankaları ve sukuk yatırımcılarının ortaklığı ile vücut bulacak olan dönüştürülebilir müşareke modeli çizilerek aşamalar halinde anlatılmıştır. Sonuç kısmında ise modelin avantaj ve dezavantajları detaylandırılmıştır.

## 2. Yöntem

Makalede nitel araştırma yöntemi kullanılmış olup, bu yöntemin kullanılma nedeni yeni bir model üretilebilmesi için önceki çalışmaların taranmasına duyulan ihtiyaçtır. Bu sayede hem ülkemizde hem de dünyada ilgili literatür detaylı olarak taranmış ve elde edilen bilgiler yorumlanarak makaleye eklenmiştir.

## 3. Literatür Değerlendirmesi

Ayub (2005), sukuk ihraçlarının, İslami kriterler temelinde fon yönetimini daha verimli hale getireceğini ve menkul kıymetleştirme oranlarını artı-

racasını savunmuştur. Ona göre sukuk ihraçları, sosyo-ekonomik kalkınmayı teşvik eden uzun vadeli proje finansmanlarına yeni yollar açacaktır.

Lee ve diğerleri (2013), İslami finans endüstrisinin 2008-2009 finansal krizinde dahi hızlı bir şekilde büyüdüğünü ve özellikle Orta Doğu'da inşaat piyasasına olumlu katkı sağladığını ve sadece İslam ülkelerinde değil Meksika, Avrupa ve ABD'de de büyük bir potansiyele sahip olduğunu vurgulamıştır.

Operasyonel düzeyde, Shafi, Ariffin ve Salamudin (2013), özellikle gayrimenkul gibi maddi varlıklar tarafından desteklendiklerinde yatırımcıların riskini azaltmak için dönüştürülebilir sukuk kullanımını önermektedirler. Ayrıca, bu tür sukuklar, genellikle kredi riskinden çok getiri riskine maruz kaldıkları için yatırımcılar için daha uygundur. Sukuk piyasasının başarısının sağlanması için finansal piyasada riski azaltacak şekilde çeşitli ve daha dinamik sukuk yapılarına ihtiyaç duyulmaktadır. Yatırımcılar daha sofistike ve bilgili hale geldikçe, ürün yeniliğine yönelik beklentileri değişmiştir. Bu nedenle, daha uygun sukuk yapıları geliştirilmeli ve sadece sukukun bugüne kadar uygulanan standart özellikleri ile yetinilmemelidir.

Furqani (2014)'ye göre, hibrit sukuk, borç ve öz sermaye unsurlarını birleştirdiği, hem maddi hem de maddi olmayan dayanak varlıklardan oluştuğu ve çeşitli fıkhi sözleşmelere sahip olduğu için küresel olarak popüler hale gelmektedir. Buna göre hibrit sukuk, dönüştürülebilir, değiştirilebilir veya süreklilikli sukuk olarak sınıflandırılabilir. Bu tür hibrit sukuk yapısı, yatırımcıları yatırım portföylerini geliştirmeye çekebilse de bu sukuk türünü yapılandırmak karmaşık bir süreçtir. Fıkhi açıdan, sözleşmede garardan kaçınmak için dönüştürme süreçleri ve prosedürleri dahil olmak üzere tüm ayrıntılar detaylı olarak açıklanmalıdır.

Saad ve diğerleri (2016), fıkhi sözleşmeleri kullanarak Müslüman müşterilerin hedef ve tercihleri doğrultusunda çeşitli finansal enstrümanlar tasarlanmasının mümkün olduğuna inanmaktadırlar. İcâre, istisna ve murabaha sukuk türleri ihraç edilerek, riskten kaçınan konvansiyonel yatırımcılar için güvenli enstrümanlar üretilebilirken, diğer yandan bu uygun enstrümanların devlet, belediyeler ve kamu teşebbüsleri tarafından proje finansmanı için kullanılması sağlanmaktadır. Ayrıca, bu ürünler diğer İslami menkul kıymetler için tamamlayıcı olabilirler ve sermaye piyasasının gelişimine yardımcı olabilirler. Makalede önerilen 'çoklu sözleşme' yapısı, inşaat ve proje finansmanı için önemli bir alternatif olabilir.

Manzoor ve diğerleri (2017), istisna sukukun altyapı projelerini etkin bir şekilde finanse etme kabiliyetine sahip olduğunu kanıtlamışlar ve ayrıca icâre ve müşareke gibi diğer sözleşmelerin de kamu yatırımlarında kullanıla-

bileceğini ifade etmişlerdir. Onlara göre; istisna sukuk, özellikle gelişmekte olan ülkelerde altyapı projelerinin geliştirilmesi için uygundur. Bu tür sukuklar projenin varlığına ve getirisine dayalıdır. Bu, en çok "İstisna-Müşareke-Hisse Senedi" modelinde geçerlidir. Sunulan model sürdürülebilir bir seçenektir. Yazarlara göre; altyapıyı finanse etmenin en iyi yolu risk paylaşımlı finansal araçları kullanmaktır. Bu yaklaşıma göre, bu menkul kıymetler yalnızca reel ekonomi için faydalı araçlar olmakla kalmazlar, aynı zamanda konvansiyonel finansal araçların borç yaratma problemlerini de azaltabilirler.

Biancone ve diğerleri (2018), büyük ölçekli, uzun vadeli altyapı projelerinin, özellikle kamu hizmetlerinin uluslararası mali kaynakları harekete geçirmesinin zor olduğunu ve İslami finansman yöntemlerinin bu boşluğu doldurmada önemli olduğunu ifade etmektedirler.

Ismath Bacha ve Mirakhor, (2018), 1997–2018 dönemini kapsayan 15 gelişmekte olan ülke örneğini inceleyerek, sukuk piyasası genişlemesinin altyapı geliştirme üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışma, sukukun ekonomik büyümenin önemli bir belirleyicisi olan altyapı gelişiminde kilit bir rol oynadığını doğrulamaktadır. Çalışma, tasarımların oldukça uzun vadeli ve çok büyük altyapı projelerini barındırdığını bunun da hükümetlerin finansman açığını ve büyük altyapı projelerini finanse etmek için sukuk kullanarak çözmesi gerektiğini ifade eder. Çalışmaya göre; hükümetler, altyapı geliştirmeleri için sukuk piyasalarının gelişimini teşvik etmelidirler.

Selim (2019) ise istisna sukukun genişletici para politikasına olan katkısını incelemiştir. Ona göre istisna sukuk modern havalimanı ve büyük altyapı projelerini faizsiz, borçsuz ve açısız finanse etme potansiyeline sahiptir. Merkez Bankası, istisna temelli sukuk ihraç eder etmez, bu sukuku satabilir ve gerektiğinde para arzını anında genişletebilir. Bu sukuk türü açık piyasa işlemlerinde alınıp satılabilir. Ayrıca istisna sukuk temelli para politikası, üretimi ve istihdamı artırabilir ve enflasyonu düşürebilir. Böylece, istisna sukuk temelli genişletici para politikası, toplam arz eğrisini sağa kaydıran arz yanlı etkiler yaratabilir.

Botshekan ve diğerleri (2022), çalışmalarında, İran petrol ve gaz endüstrisinin mevcut finansman enstrümanlarının eksikliklerini ve zayıflıklarını gidermeye çalışmış ve bu sektörde, özellikle de yapılandırılmış finansman konusunda ülkede derinlemesine araştırma yapılmadığını göz önünde bulundurarak, İran'ın ekonomik, finansal, yasal ve dini özelliklerine göre yapılandırılmış finansal araçlar tasarlamaya odaklanmıştır. Bu alandaki teorik temeller ve literatürün arka planı dikkate alınarak, paralel istisna sukuka dayalı üç dönüştürülebilir sukuk türü tasarlanmıştır. Vardığı sonuca göre; devletin değil sivil

toplum kurumlarının ihraç ettiği paralel istisna sukuk-lease (ijarah) sukuk-hisse senedi kombinasyonunu her açıdan en uygun araç olarak belirlemiştir.

Literatür değerlendirilmesine bakıldığında dönüştürülebilir sukukun çoğunlukla kamuya ait altyapı projelerinin gerçekleştirilmesi üzerine çalışmalarına rastlanmıştır. Literatür taramasında katılım bankalarının dönüştürülebilir sukuk uygulamasına dönük herhangi bir çalışmaya rastlanmamıştır.

#### 4. Sukuk ve Gelişimi

İlk sukuk 2001 yılında ihraç edilmiş olup, İslami sermaye piyasalarının günümüzdeki en önemli ürünüdür. 2021 yılında Malezya, Endonezya, Suudi Arabistan ve Türkiye en fazla sukuk ihraç eden ülkeler olmuştur. 2001 yılından 2021 yılına kadar gelen süreçte toplam 1,6 trilyon ABD doları sukuk ihraç edilmiş olup, günümüzde 732 milyar ABD doları sukuk dolaşımdadır. Sukuk ihraçları kamu kesimi, reel sektör ve finansal kuruluşlar tarafından gerçekleştirilmektedir (Katılım Finans Strateji Belgesi, 2022: s. 51-52).

2021 yılında küresel olarak bakıldığında İslami sermaye piyasasına ait varlıklar 930 milyar ABD doları seviyesine çıkmıştır. Bu tutar İslami finans sektörünün toplam varlıklarının %30.5'i oranındadır. Küresel düzeyde sukuk ihraçlarına bakıldığında %27'lik kısım vekâlete dayalı, %25'lik kısım murabahaya dayalı ve %18'lik kısım hibrit yapıdaki sözleşmeler olarak öne çıkmaktadır. Risk paylaşımına dayalı ihraçların oranı ise oldukça düşük olup %6 seviyesindedir (IFSB, 2022).

Ülkemizde 2010 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından "Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" yayınlanmıştır. Bu tebliğde sadece icâre yani sahipliğe dayalı kira sertifikası ihracına olanak tanınmıştır (Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Tebliği, 2010). 2013 yılında ise SPK tarafından "Kira Sertifikaları Tebliği" başlığında yeni bir tebliğ daha yayınlanarak, sahipliğe dayalı kira sertifikalarına ek olarak alım satım, yönetim sözleşmesine, ortaklığa ve eser sözleşmesine dayalı sukuk ihraçlarına da olanak tanınmıştır (Kira Sertifikaları Tebliği, 2013).

Ülkemizde ilk kira sertifikası Kuveyt Türk Katılım Bankası tarafından 2010 yılında 100 milyar ABD doları tutarında yurt dışına ihraç edilmiştir. 2011 yılında kira sertifikaları ihracı için vergisel düzenlemeler gerçekleştirilmiş olup, 2012 yılında kamu kesimini temsilen eski adıyla Hazine Müsteşarlığı tarafından 1,5 milyar ABD doları tutarında uluslararası piyasalara dönük olarak ve 1,6 milyar TL tutarında yurt içine dönük kira sertifikası ihraç edilmiştir. Ülkemizde 2010-2021 yılları arasında yurt içine ve yurt dışına yö-

nelik olarak yabancı para cinsinden 18 milyar ABD doları, 4 milyar Avro ve 2 milyar Malezya ringiti tutarında ihraçlar gerçekleştirilmiştir.

Katılım bankaları bazı dönemlerde döviz likidite ihtiyaçları için uluslararası piyasalarda döviz cinsinden sukuk ihraçları gerçekleştirmişlerdir. Fakat bu ihraçların hacimleri kamu kesiminin dövizli ihraçlarına kıyasla oldukça düşük seviyede kalmıştır. Kamu kesimi 1,71 milyar ABD doları ihraç yaparken katılım bankaları 538 milyon ABD doları ihraç gerçekleştirmiştir. TL cinsi ihraç edilen kira sertifikaları 2012-2021 döneminde 337 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Bu ihraçların 67 milyar TL'lik kısmı halen dolaşımdadır. Katılım bankaları tarafından ihraç edilen kira sertifikası tutarları 2017 yılında ilk kez kamu kesimi ihraçlarının üzerine çıkmış ve 2021 yılına kadar artarak devam etmiştir. Bu artışta kamu sermayeli katılım bankalarının önemli rolü bulunmaktadır. Türkiye'de yurt içi piyasaya ihraç edilen kira sertifikaları genellikle yönetim sözleşmesine ve sahipliğe dayalı olarak ihraç edilmişlerdir. Katılım bankaları çoğunlukla yönetim sözleşmesine dayalı ihraçlar yaparken kamu kesimi sadece sahipliğe dayalı ihraçlar yapmaktadır. Risk paylaşımına (mudarebe, müşareke) dayalı ihraçların toplam ihraçlara oranı ise %0,1 gibi oldukça düşüktür. Katılım bankaları tarafından 2012-2021 yılları arasında yönetim sözleşmesine dayalı 1089 ihraç gerçekleştirirken, ortaklığa dayalı ihraçlar sadece 8 adet, eser sözleşmesine dayalı ihraç ise sadece 1 adettir (Katılım Finans Strateji Belgesi, 2022: s. 61-64).

#### 4.1. Müşareke Sukuk Tanımı

Müşareke sukuk, Varlık Kiralama Şirketi'nin (VKŞ) ve diğer ortakların nakdi sermaye koyarak ortak girişimlerin (joint venture) finanse edildiği bir sukuk türüdür. Müşareke sukukta, ihraç aşamasında her iki taraf da ortaklığa sermaye koymakta ve böylece ortaklık sözleşmesinde anlaşılan orana göre kâra ve ortaklık paylarına göre zarara ortak olunmaktadır. Ortak girişim çoğunlukla VKŞ dışındaki ortak olan kaynak kuruluş tarafından yönetilir. Sukuk yatırımcıları her ne kadar ortak girişimin yönetiminde hak sahibi olsalar da bu yatırımcılar için bir yükümlülük değildir. Kaynak kuruluş gerçekleştirdiği yönetim faaliyetine istinaden dönemsel sabit bir temsil ücreti ve değişken oranlı bir prim ücreti de alabilir. Sukuk yatırımcıları ihraca dayanak teşkil eden projenin ya da dayanak varlığın mülkiyetine sukuk hisseleri oranında sahip olurlar. Sukuk yatırımcılarını temsil eden VKŞ, fon sağlamak için sukuk ihraç eder ve topladığı fonları ortak (müşarik) olarak ortak girişim içerisinde nakdi sermaye olarak kullanır. Müşareke sukuk türü; yatırım, sermaye finansmanı, ticari finansman, varlık finansmanı, joint-venture yatırımları, varlık portföy

havuzları (kira getiren gayrimenkul yatırımları) ve kâr-zarar esaslı paylaşımlar için uygundur (Aktaş, 2016: s. 481-482).

Ortaklığa dayalı sukuk modelinde öncelikle bir ortaklık sözleşmesi esas alınarak ihraç gerçekleştirilir. Gerçekleştirilen ihraç sonucunda elde edilen gelir, ortaklık konusu olan projeyi tamamlamak, mevcutta var olan bir projeyi geliştirmek veya bir ekonomik faaliyeti finanse etmek için kullanılır. Bu ihraca katılan yatırımcılar, hisseleri oranında ortaklık konusu olan projenin veya finanse edilen faaliyetin varlıklarına ortaklaşa sahip olurlar.

Faizsiz Finans Kuruluşları Muhasebe ve Denetim Kurumu'nun (AAOIFI) yayınladığı Faizsiz Finans Standartları'na göre; müşareke sukuk ortaklığa dayalı bir sukuk modeli olup, ortaklardan birinin ya da üçüncü bir tarafın müşareke şartlarına göre yönetmek için görevlendirildiği proje ya da ekonomik faaliyeti temsil eden sertifika türüdür (Faizsiz Finans Standartları: s. 463). SPK Kira Sertifikaları Tebliği'ne göre ise müşareke sukuk, ortaklığa dayalı kira sertifikası olarak tanımlanmıştır. Tebliğin 8. maddesine göre; bu kira sertifikaları, VKŞ'nin ortak girişime ortak olmak için ihraç ettiği sertifikalardır. Bu tür kira sertifikalarında ihraç tutarı, değerlendirme raporunda belirlenen gerçeğe uygun değerinin %90'ını aşamaz. VKŞ, kira sertifikası sahiplerinin temsilcisi ve güvenilir kişi (trustee) olarak tayin edilir. Ayrıca ortak girişimin malvarlığı üzerinde ihraç tutarı kadar kira sertifikası sahipleri yararına VKŞ lehine rehin kurulması da zorunludur (Kira Sertifikaları Tebliği, 2013).

Müşareke sukuk, menkul kıymetleştirmeye bir temel olarak büyük projeler için rahatlıkla kullanılabilir. İştirak eden herkese bir müşareke sukuk sertifikası teslim edilmekte olup, bu sertifika ilgili yatırımcının proje varlıklarında oransal bir sahipliği olduğunu gösterir. Proje başladıktan sonra, müşareke sukuklar piyasada alınıp satılabilen kıymetli evraklar olarak kullanılabilir. Müşareke sukuklar, müşareke portföyünün %50'den fazlasının likit olmayan varlıklardan oluşması durumunda ikincil piyasada alınıp satılmaya başlanır (Ayub, 2017: s. 424). Sukuk ile likit olmayan, "ortaklığın mülkiyet hakkı" belirli katılım payları halinde likit hale getirilip, ikincil piyasada alınıp satılabilir. Ancak müşareke sukukta likit olan; para, alacak veya avans halindeki varlıklar üzerinden işlem yapılması durumunda bu sukukun alınıp satımı fiikhen uygun olmayacaktır (Aktaş, 2016: s. 482).

Müşareke ile elde edilen kâr, işin başında anlaşılan orana göre pay edilir. Zarar ise ortaklığa koyulan sermaye oranında taraflarca paylaşılır. Sukuk gelirleri ile belirli bir teçhizat alınabilir, kiralanabilir veya projeler gerçekleştirilebilir veya fabrikalar inşa edilebilir, mevcut projeler genişletilebilir ya da işletme sermayesi olarak kullanılabilir (Ayub, 2017: s. 424).

Müşareke ortaklığında taraflardan biri ortaklığa koyduğu sermayeye ek olarak emeğini de koyarak işi/projeyi yürütebilir. Bu şekilde emeğin bir tarafça ortaya konması halinde emeğini ortaya koyan taraf, kârdan emeği karşılığında daha fazla kar alma hakkına sahip olur. Fakat bu kâr tutarı işin başında maktu bir miktarda belirlenemez (Okka ve Kazak, 2021: s. 466).

Müşareke sukuktaki ortaklık sözleşmesi, VKŞ'nin yapacağı sukuk ihracı ve fon toplaması sonrasında akdedeceği, VKŞ ile bir veya daha fazla tüzel kişiliğin varlıklarını ya da haklarını ortak bir amaç için birleştirmeyi üstlendikleri bir sözleşmedir. VKŞ, sukuk ihracını gerçekleştirirken aynı zamanda yatırımcılar adına trust ilişkisindeki trustee (inanılan) benzeri bir görev yapar. Trust ilişkisi, trust kurucusu (inanan), trustee (inanılan) ve benefactor (yararlanan) olarak üç taraflı bir borç ilişkisidir. Trust, önce kurucu ve trustee arasında bir varlığın yararlanan kişi lehine yönetimi için devredilmesi gibi bir amaç içeren trust senedi ile kurulur. Trustee devraldığı bu varlığı benefactor lehine yönetir. Bu nedenle müşareke sukukta VKŞ, sukuk yatırımcılarının temsilcisi ya da güvenilir kişi/trustee olarak tayin edilir (Aktaş, 2016: s. 480). Müşareke sukukun son aşamasında, ortaklık sözleşmesine göre elde edilen gelir sukuk sahipleri arasında pay edilir (Aktaş, 2016: s. 484).

#### 4.2. Dönüştürülebilir Sukuk Tanımı

Malezya'da sukuk türleri aşamalar halinde gelişmiş olup, ilk aşamada BBA tahvili ve icâre sukuk yapıları hayata geçmiştir. Sonrasında, istismar sukuk ve müşareke sukuk ihraçları bunları takip etmiştir. En son gelişen sukuk yapıları ise hibrit sukuklar ve dönüştürülebilir sukuklardır (Syed Ali, 2008: s. 394).

Yeni bir sukuk türü olarak dönüştürülebilir sukuk türü 2008 yılında piyasaya girmeye başlamıştır. Bu sukuk türünün çoğu mevcut veya inşa edilecek ya da geliştirilecek varlıkların menkul kıymetleştirilmesine dayanır. Sukuk geleneksel menkul kıymetlerden (tahvil ve bonolardan) farklı olarak dayanak varlıklar üzerinde yatırımcısına mülkiyet hakkı verir. Ayrıca ikincil piyasada alınıp satılabilmeleri dayanak varlığın ticaretini yöneten fıkhi ilkelere tabidir (Syed Ali, 2008: s. 4).

Günümüzde İslami sermaye piyasasına, değiştirilebilir (exchangeable) sukuklar ve dönüştürülebilir (convertible) sukuklar, emtia bağlantılı (commodity linked) sertifikalar, hisse senedi bağlantılı (equity linked) ve yapılandırılmış döviz bağlantılı (structured foreign-exchange linked) ürünler dahil olmak üzere daha yenilikçi fıkhi ürünler arz edilmektedir (Syed Ali, 2008: s. 26).

Hibrit sukuk farklı İslami finansman türlerinden oluşabilir. Hisse senedine dönüştürülebilir olan dönüştürülebilir sukuklar buna örnek olarak verilebilir. Dolayısıyla, sukuk sertifikaları yapısal açıdan son derece esnek özelliklere sahiptir. Bunlar yatırımcılarına çeşitli risk/getiri imkânları sunabilir. Sukuk payları hem fon yönetiminde hem de İslami yapılandırılmış ürün tasarımında yapısal bileşen olarak rahatlıkla kullanılabilir (Venardos, 2010: s. 268).

Dönüştürülebilir sukuk, sukuk varlıklarının icâre, müşareke veya mura-baha gibi fıkha uygun işlemlerden birine tabi olması ve varlıklardan sukuk yatırımcılarına kâr getirisi ödemesi bakımından geleneksel sukukların standart özelliklerine sahiptir. Ödenen kâr, sukukun nominal değeri üzerinde yüzdelik olarak hesaplanır ve ödemeler sadece sukukun dayandığı varlıkların kâr veya sermaye kazancı elde etmesi halinde yapılır. Dönüştürülebilir sukuk, sukukun önceden belirlenmiş formüllere göre dönüştürülmesinden sonra, yatırımcılara sukukları ihraççının hisseleri veya özsermayesi ile dönüştürme hakkı verir. Yatırımcılar, üzerinde anlaşmaya varılan bir fiyat üzerinden sukuku ihraç eden şirketteki adi hisse senetlerine veya nakde dönüştürebilirler. Bu nedenle dönüştürülebilir sukuk, hem varlıkların intifa hakkı hem de öz sermaye özelliklerine sahip hibrit bir sukuk olarak kabul edilir. Bu sukuk türü düşük bir kâr oranına sahip olsa da dönüştürme seçeneği sayesinde ihraç eden şirketin özkaynak değerinde büyüme sağlar (Sukuk Under Development, 2009).

### 4.3. Uygulanmış Bazı Dünya Örnekleri

2005 yılında 200 milyon dolarlık Dubai Çoklu Emtia Merkezi (DMCC) sukuku birkaç nedenden ötürü geniş çapta beğeni toplamıştır. Bu sukuk, müşareke yapısını kullanan ilk uluslararası sukuk olup, Dubai'de ihraç edilen ilk derecelendirilmiş sukuktur. DMCC sukukun gelirleri inşaat projelerini finanse etmek için kullanılmıştır. DMCC sukuku, inşaat projelerinin olağan istisna/icâre veya vadeli kiralama yolu yerine bir müşareke yapısı kullanılarak finanse edilebileceğini ve bu yapıların inşaat aşamasında kabul edilebilir periyodik getiriler elde etmede karşılaştıkları zorluklardan kaçınılabileceğini göstermiştir. Bununla birlikte, DMCC sukuk en dikkat çekici örneklerden biridir, çünkü yatırımcılara nakit yerine emtia (altın) takası için seçenek sunan ilk sukuk ihracı olmuştur (Ali: s. 12).

2007 yılında, Dubai Liman Gümrükleri ve Serbest Bölge Şirketi dönüştürülebilir sukuk ihraç ederek, başlangıçtaki sukuku ihraççının ortak hisselerine dönüştürmeye olanak sağlamıştır. 2007'de Khazanah National (Malezya), ihraççının yan kuruluşlarından birinin mevcut hisseleriyle takas etme seçeneğiyle değiştirilebilir (exchangable) sukuk ihraç etmiştir. Bu ihraçlar, risk azaltma alternatiflerinin örnekleri olarak hem yatırımcılardan hem de potan-

siyel sukuk ihraççılarından büyük ilgi görmüştür. Finans uzmanları zorunlu değiştirilebilir/dönüştürülebilir sukuk, koşullu dönüştürülebilir sukuk, rezerv dönüştürülebilir sukuk vb. gibi daha fazla yenilik olasılığını tartışırken, fi-kihçuların bazıları türevlerle benzerlikleri ve algılanan aşırı belirsizlikleri ne-deniyile bu tür yenilikleri yasaklamıştır (Sukuk Under Development, 2009).

#### 4.4. Dönüştürülebilir Müşareke Sukuk Modeli

Bu model, müşareke sukukun hisse senedine dönüştüğü bir sukuk modelidir. Model üç aşamadan oluşmaktadır:

İlk aşamada katılım bankası ve sukuk yatırımcıları bir projeye ortak finansman sunarak katkı sağlayacaklardır. Bu aşamada VKŞ müşareke sukuk ihracı yapacak ve elde ettiği bedeli katılım bankasının bedeli ile birleştirerek ilgili tesisin inşa aşamasını tamamlayacaktır. Bu aşamada VKŞ ilgili bedelin tümünü bir kerede üretici firmaya ödemeyecek olup, inşaat süreci devam ettikçe ödemeler peyderpey yapılacaktır. Bu aşamada istisna sözleşmesine istinaden inşaat gerçekleştirilecektir. Bu aşamanın en fazla 1 yıl sürmesi beklenmekle birlikte, katılım bankasına ve yatırımcılara ilk yıl için herhangi bir getiri ödemesi yapılmayacaktır. İhraç edilen sukuk bir müşareke sukuk türü olduğundan, sukuk yatırımcıları menkulleştirme işlemine esas teşkil eden yatırım faaliyeti ilgili malda ve menfaatle başladıktan sonra ellerindeki sukukları ikincil piyasalarda alıp satabileceklerdir (Faizsiz Finans Standartları: s. 463).

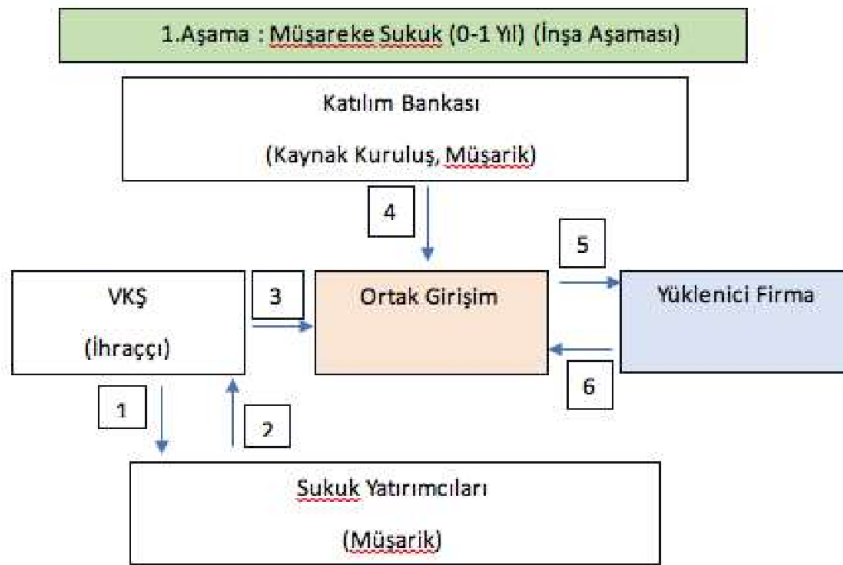
İkinci aşama inşaat tamamlandığında başlamakta olup, 7. yıla kadar devam etmesi tasarlanmıştır. Bu süreç istenirse daha da uzatılabilir. Bu aşama, inşa edilen tesisten gelir elde etme ve ayrıca hem katılım bankasına hem de sukuk yatırımcısına bu gelirleri hisseleri oranında paylaşırma aşamasıdır. Bu aşamada, üretilen tesis kiraya verilerek kira geliri elde edilecek ve yatırımcılara dağıtılacaktır. Bu aşamada da ikincil piyasada bu sukuklar alınıp satılabilecektir.

Üçüncü aşama ortaklığın tasfiyesi, itfa ve adi hisse senedine dönüşüm aşamasıdır. Öncelikle yatırımcılardan ortak girişimdeki paylarını adi hisse senedi olarak talep edenler belirlenir. Sonrasında ortaklığın tasfiye edilmesi sürecine geçilir. Tasfiye, şirket varlığının tespiti, alacakların tahsili ve şirketi ortaklar arasında paylaşmaya hazır hale getirmek anlamını taşır. Ortak girişim sözleşmesinde ilgili ortaklığın nasıl tasfiye edileceği de yazılmış olmalıdır. Ortaklığın tasfiyesini VKŞ ortak girişim adına gerçekleştirir. VKŞ, tasfiye sürecinde öncelikle ilgili tesisi satarak nakde dönüştürür. Sonraki aşama ise itfa aşamasıdır. Öncelikle her ortağa (katılım bankası ve sukuk yatırımcıları) ortaklığa girerken koyulan hisse bedeli kadar bir bedel ödenir. Geriye kalan meblağ ise sözleşmede belirlenen kâr oranlarına göre ortakların arasında pay-

laştırılır. Eğer zarar varsa bu durumda sermaye oranına göre bir paylaşım yapılır. Sukuk yatırımcılarından hisse isteyenlerin hakları ise adi hisse senedine dönüştürülerek tarafların üzerinde anlaştıkları güncel değer üzerinden kendilerine teslim edilir. Böylelikle bu yatırımcılar ilgili tesisin ilerideki kâr veya zararına ortak olmaya devam ederler.

Şekil 1, Şekil 2 ve Şekil 3'te tüm aşamalar açıklamaları ile birlikte çizilerek gösterilmiştir.

### Şekil 1: Müşareke Sukuk 1. Aşama Gösterimi



(Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.)

1. VKŞ tarafından ortaklıktan %50 hisse satın alınması için yatırımcılara sukuk ihraç edilir.
2. Sukuk yatırımcıları sukuk bedellerini VKŞ'ye öder.
3. VKŞ ihraç bedelini ortak girişimine öder. Böylece sukuk yatırımcıları ortaklığın %50 hissedarı olurlar.
4. Kaynak kuruluş olan katılım bankası kendi %50'lik ortaklık payını ortak girişimine yatırır.
5. Ortak girişim hem sukuk yatırımcılarından hem de katılım bankasından tahsil edilen tutarı inşaat süresince yüklenici firmaya aktarır.
6. Yüklenici firma taahhütte bulunduğu süre sonunda inşaatı tamamlayarak üretime hazır olan tesisi ortak girişime teslim eder.

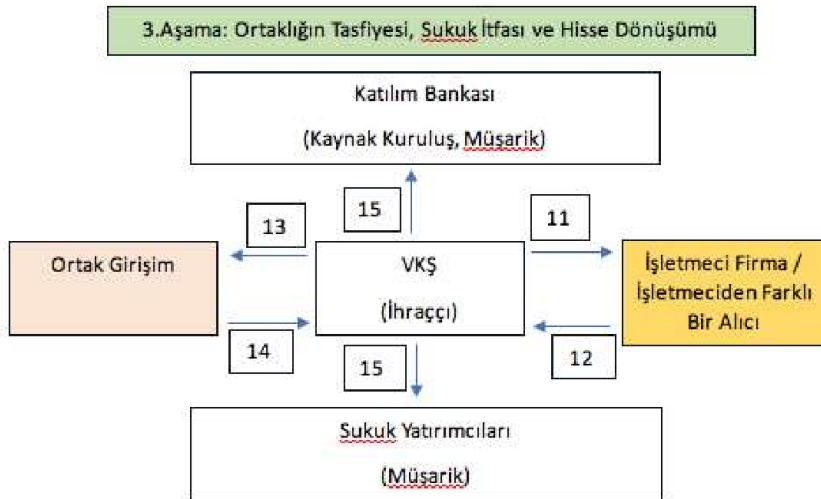
### Şekil 2: Müşareke Sukuk 2. Aşama Gösterimi



(Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.)

7. Bu aşamada ortak girişim, işletmeci bir firma ile icâre sözleşmesi imzalayarak üretime hazır olan tesisi işletmeci firmaya 5 yıllığına kiralar.
8. İşletmeci firma, tesisi işletmeye başlayarak kira ödemelerini ortak girişime öder.
9. Ortak girişim periyodik olarak elde ettiği kârı VKŞ'ye aktarır.
10. VKŞ, ortak girişimden aldığı yetkiye istinaden sukuk yatırımcılarına ve katılım bankasına hisselerine göre periyodik olarak gelir ödemelerini yapar.

### Şekil 3: Müşareke Sukuk 3. Aşama Gösterimi



(Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.)

11. VKŞ ortak girişimden aldığı yetkiye istinaden tesisi işletmecisi firmaya veya farklı bir alıcıya satar.
12. Tesisi satın alan firma satış bedelini VKŞ'ye öder.
13. Elde edilen satış geliri ortak girişime devredilir.
14. Ortak girişim, elde edilen satış gelirini ortaklar arasında eşit olarak dağıtması için VKŞ'ye yetki verir.
15. VKŞ, aldığı yetkiye istinaden sukuk yatırımcılarına ve katılım bankasına gelirleri dağıtarak sukuk itfasını gerçekleştirir. İtfa aşamasında talep eden sukuk yatırımcılarına itfa bedeli ödenmeyip, sukuk hisseleri adi hisse senedine dönüştürülerek yatırımcılara teslim edilir.

## 5. Sonuç

Özellikle rüzgâr ve güneş enerjisi gibi yenilenebilir enerji kaynaklarının finanse edilmesi ülkelerin sürdürülebilir kalkınmasına katkı sağlamakta olup, katılım bankalarının ve yatırımcıların bu uzun vadeli projeleri müşareke sukuk gibi bir ortaklık enstrümanı ile beraberce finanse etmeleri katılım bankalarının ve yatırımcıların risk paylaşımı ile kazanç elde etmelerini sağlayacaktır. Dönüştürülebilir sukuk modelleri sayesinde ise sukuk yatırımcıları ellerindeki adi hisse senetleri ile sukuk itfa tarihinden sonra da bu tesislerin gelirlerinden kendilerine düşen kârları almaya hak kazanacaklardır.

Ülke ekonomisinin gelişimine katkı sağlayacak yenilenebilir enerji üretim tesislerinin hayata geçirilebilmeleri için katılım bankacılığına da büyük görevler düşmekte olup, katılım bankaları makalede önerilen “dönüştürülebilir müşareke sukuk modeli” ile bu görevi yerine getirebilirler.

Dönüştürülebilir müşareke sukuk modeli her ne kadar uzun vadeli bir yatırım olsa da katılım bankacılığına, sukuk yatırımcılarına ve ülke kalkınmasına pek çok katkıda bulunabilir.

Bu katkılardan bazıları aşağıda sıralanmıştır:

1. Katılım bankaları ve sukuk yatırımcıları uzun vadeli faizsiz gelir getiren bir yatırım aracına yatırım yaparak gelir elde edeceklerdir.
2. Dileyen sukuk yatırımcıları itfa sonucunda ortaklık haklarını alarak sistemden çıkabilecekleri gibi dileyenler de ilgili tesisin hisse senetlerine sahip olarak gelirlerinden yararlanmaya devam edeceklerdir.

3. Sukuk yatırımcıları ellerindeki sukukları yatırım faaliyetinin başladığı tarihten itfa tarihine kadar ikincil piyasada satarak nakde dönüştürebileceklerdir.
4. Katılım bankaları nadiren başvurdukları fon kullandırım yöntemlerinden biri olan müşareke ortaklığı yapacaklarından, katılım bankacılığının özü olan risk paylaşımı enstrümanlarının gelişimine katkıda bulunacaklardır.
5. Bu tür sukuk örneklerinin artması yenilenebilir enerji üretim projelerinin de artması anlamına gelecektir. Sonuçta bu projelerin tümü ülke kalkınmasına katkı sağlayan ve ihraç edilen enerji ihtiyacını azaltıp cari açığa olumlu etki yapar nitelikteki yatırımlardır.

Yapılandırılmış olan bu ürünün aşağıda sıralanan bir negatif yönü de vardır.

Ortaklar olan katılım bankası ve sukuk yatırımcıları tesisin yapım aşaması olan ilk yıl herhangi bir gelir elde edemeyeceklerdir.

### **Kaynakça**

- Ali R, An Overview of the Sukuk Market. [https://www.academia.edu/4276875/2\\_An\\_overview\\_of\\_the\\_sukuk\\_market](https://www.academia.edu/4276875/2_An_overview_of_the_sukuk_market) (Erişim Tarihi: 12.07.2023).
- Aktaş, M.M. (2017). Ortaklığa Dayalı İslâmî Yapılandırılmış Finansman Ürünü: Muşaraka Sukuk. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 467-487.
- Ayub, M. (2005). Securitization, Sukuk and Fund Management Potential to Be Realized by Islamic Financial Institutions. In *Sixth International Conference on Islamic Economics, Banking and Finance*.
- Ayub, M. (2017). *İslami Finansı Anlamak*. İstanbul: İktisat Yayınları.
- Biancone, P. P., & Radwan, M., (2018). Sharia-Compliant Financing for Public Utility Infrastructure. *Utilities Policy*, Vol. 52, pp. 88-94.
- Botshekan, M.H., Foroushani, M. P., Mohagheghnia, M. J. & Gohari, H. H. (2022). Design a Structured Financing Instrument in Iran's Downstream Sector of the Oil and Gas Industry, *Petroleum Business Review*, Vol. 6, No. 1, pp. 53-79.
- Faizsiz Finans Standartları. TKBB Yayınları. Yayın No: 10.
- Furqani, H. (2014). *Fatwa in Islamic Finance – Hybrid Sukuk: An Overview*, July 2014, ISRA publications, [www.isra.my](http://www.isra.my) (Erişim Tarihi: 12.07.2023).

- IFSB (2022). Islamic Financial Services Board. Islamic Financial Services Industry Stability Report 2022; <https://www.ifsb.org/sec03.php> (Erişim Tarihi: 12.07.2023).
- Ismath Bacha, O. & Mirakhor, A. (2018), Funding Development Infrastructure without Leverage: A Risk-sharing Alternative Using Innovative Sukuk Structures, *The World Economy*, Vol. 41, No. 3, pp. 752-762.
- Katılım Finans Strateji Belgesi (2022). 2022 – 2025 Bütüncül Dönüşüm. Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Finans Ofisi.
- Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Tebliği (2010). Resmî Gazete (Sayı: 27539), <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2010/04/20100401-15.htm> (Erişim Tarihi: 12.07.2023).
- Kira Sertifikaları Tebliği (2013). Resmî Gazete (Sayı: 28670), <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/06/20130607-14.htm> (Erişim Tarihi: 12.07.2023).
- Lee, K. H., & Son, S. H. (2013). Trends and Implications of Islamic Project Finance: A Study on the GCC Region. KIEP Research Paper NO. World Economy Update, 13-24.
- Manzoor, D., Karimirizi, M., & Mostafavisani, A. (2017). Financing Infrastructure Projects Based on Risk Sharing Model: Istisna Sukuk. *Journal of Emerging Economy & Islamic Research*, Vol. 5, No. 3, pp. 72-84.
- Okka, O., ve Kazak, H. (2021). İslami Finansal Yönetim Sistem ve Uygulama (Konvansiyonel Finansla Mukayeseli). Nobel Akademik Yayıncılık. Güncellenmiş İkinci Baskı.
- Sa'ad, A. A., Mohammad D. M. N., & Uzaimah I. (2016). The Structural Development of Istisna Sukuk from A Shari'ah Perspective. *ICR Journal* 7 (2): 231-42.
- Selim, M., Hasan, K., & Rahman, M. (2019). Financing Super-Infrastructures Using Istisna Sukuk Based Monetary Policy for Faster Economic Development, *Journal of Economic Cooperation and Development (JECD)*, Vol. 40, No. 4.
- Shafi, M. R., Muhamad Ariffin, N. A., & Salamudin, N. (2013). Sukuk Structure with Embedded Options as A Risk Mitigation Tool, Research Management Institute (RMI), Universiti Teknologi Mara, Malaysia.
- Sukuk Under Development (2009). Heinonline, [https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein\\_journals/intfinr28&div=188&id=&page=](https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein_journals/intfinr28&div=188&id=&page=) (Erişim Tarihi: 12.07.2023).
- Syed Ali, S. (Ed.) (2008). *Islamic Capital Markets – Products, Regulation and Development*, Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute, Saudi Arabia.
- Venardos, A. M. (Ed.) (2010). *Current Issues in Islamic Banking and Finance: Resilience and Datability in the Present System*. World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd., Singapore.