SUKUK İHRACINDAKİ ÖZEL AMAÇLI KURUMLAR

(VARLIK KİRALAMA ŞİRKETLERİ)

Dr. Ümit AKKAYA

TKBB YAYINLARI

SUKUK İHRACINDAKİ ÖZEL AMAÇLI KURUMLAR (VARLIK KİRALAMA ŞİRKETLERİ)

Dr. Ümit AKKAYA

İstanbul
Nisan - 2024

SUKUK İHRACINDAKİ ÖZEL AMAÇLI KURUMLAR (VARLIK KİRALAMA ŞİRKETLERİ)

Yayın No: 23

Yayın Sertifika Numarası: 44687

ISBN: 978-625-98383-0-4

Yazan: Dr. Ümit AKKAYA

Kapak ve İç Tasarım: Erkan USLU

1. Baskı, Nisan 2024 Ankara, 1.000 Adet

Baskı

TDV YAYIN MATBAACILIK TİC. İŞLETMESİ BASIMEVİ | PRINTING HOUSE

Ostim OSB Mah. 1256 Cad. No:11
Yenimahalle / ANKARA
Tel : 0312 354 91 31 (pbx)
Faks : 0312 354 91 32
e-posta : bilgi@tdv.com.tr

© Bu eserin bütün yayın hakları Ümit Akkaya'ya aittir.

Özet

Bu çalışma"**Sukuk İhracındaki Konumu Açısından Özel Amaçlı Kurumlar : Varlık Kiralama Şirketi Örneği**" başlıklı doktora tezi olarak sunulmuş ve kabul edilmiştir. Sukûk ihraçlarını gerçekleştiren özel amaçlı kurumlar incelenmiştir. Bu kapsamda Türk hukukunda varlık kiralama şirketi (VKŞ) olarak kurulan özel amaçlı kurumların ortaya çıkma nedenleri, temel özellikleri, hukuki yapısı, fonksiyonları, tabi oldukları mevzuat ile sukûk ihracı yoluyla sağladıkları mikro ve makro iktisadi faydalar üzerinde durulmuştur. Çalışmamızda nitel araştırma yöntemlerinden derinlemesine mülakat yöntemi kullanılmıştır. Araştırmamız için Türkiye'de ve yurtdışında sukûk ihraçlarında görevli hukukçular, varlık kiralama şirketi yetkilileri, ihraçların İslami finansa uygunluğunu denetleyen uzmanlar ile yatırımcı şirket yetkilileri ile derinlemesine mülakatlar yapılmıştır. Bu mülakatlarda, varlık kiralama şirketlerine ilişkin sorunlar ile bunların çözüm yöntemleri hakkında uzmanların görüş ve değerlendirmeleri çalışmaya aktarılabilmiştir. Araştırmamızın sonunda Türkiye'de tek kişilik anonim şirket olarak faaliyet gösteren özel amaçlı kurumların, yatırımcılar ve kurucu finansal kurumlar ile olan ilişkilerinin hukuki ve iktisadi nitelikleri hakkında bir çerçeve çizilmiştir. Bu çerçevede kurucu ile varlık kiralama şirketi arasındaki sıkı organik ilişki başta olmak üzere, bu ilişkilerden kaynaklanabilecek hukuki ve finansal sorunlar tespit edilmiş ve bu sorunların çözümüne ilişkin görüş ve önerilere yer verilmiştir. Nihayetinde bu tespit ve değerlendirmeler kapsamında özel amaçlı kurumların bağımsız bir yapıya kavuşturulması yoluyla anılan sorunların en aza indirilmesinin mümkün olabileceği sonucuna varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Özel Amaçlı Kurumlar, SPV (SPE, SPC), Varlık Kiralama Şirketi (VKŞ), Kira Sertifikası, Sukûk, İslam Ekonomisi, İslami Finans, Menkul Kıymetleştirme.

ÖZGEÇMİŞ

Dr. Ümit Akkaya, 1976 Ovacık-Karabük doğumlu olup, 1997 yılında İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesinden mezun olmuştur. Yüksek Lisans öğrenimini İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Ana Bilim Dalında, 'Vesaik Mukabili ve Mal Mukabili Ödeme Şekillerinin Karakteristik Özellikleri' başlıklı teziyle 2005 yılında tamamlamıştır. Doktora çalışmasını ise İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü İslam Ekonomisi ve Finans Ana Bilim Dalı İslam Ekonomisi ve Uluslararası Finans Bilim Dalı'nda gerçekleştirmiş ve 'Sukuk İhracındaki Konumu Açısından Özel Amaçlı Kurumlar: Varlık Kiralama Şirketi Örneği' başlıklı teziyle başarılı bulunmuştur. Anılan çalışmalarının yanında TKBB tarafından yayınlanan "Yaşayan ve Gelişen Katılım Bankacılığı" adlı eserin 'Katılım Bankacılığında Mevzuat, Denetleme Ve Hukuki Altyapı' bölümünün yazımında görev almıştır. 1998 yılından itibaren avukatlık mesleğini yürütmektedir ve faizsiz finans, bankacılık, sermaye piyasaları ve uluslararası ticari ve finansal işlemler alanlarında çalışmaktadır. İngilizce bilmekte olup, evli ve iki çocuk babasıdır.

İçindekiler

ÖZET I
KISALTMALAR LİSTESİ VII
ÖNSÖZ IX

BİRİNCİ BÖLÜM
GİRİŞ 1
1.1. Çalışmanın Konusu ve Amacı 2
1.2. Çalışma Temel Soruları 3
1.3. Çalışma Kısıtları 4
1.4. Çalışma Araştırma Yöntemi 4
1.5. Çalışma Düzeni 8

İKİNCİ BÖLÜM
İSLAMİ FİNANS VE SUKÛK UYGULAMASINA GENEL BAKIŞ 11
2.1. İslami Finans Sistemi ve Genel Özellikleri 11
2.1.1. İslami Finansta Temel Yaklaşım ve Prensipler 12
2.1.1.1. Karşılıklı Rıza Prensibi 13
2.1.1.2. Sözleşmelere Riayet Prensibi 13
2.1.1.3. Faiz Yasağı Prensibi 13
2.1.1.4. Kumar ve Aşırı Belirsizlik (Garar) Yasağı Prensibi 14
2.1.1.5. Hile ve Aldatma Yasağı Prensibi 15
2.1.1.6. Diğer Prensipler 15
2.1.2. İslami Finansın Temel Maksatları 16
2.2. Menkul Kıymetleştirme ve Sukûk Uygulamaları 19
2.2.1. Sukûk Uygulamalarının Teorik Temeli Olarak Menkul Kıymetleştirme 20
2.2.1.1. Menkul Kıymetleştirmenin Tanımı 20
2.2.1.2. Menkul Kıymetleştirme Süreci 21
2.2.1.3. Menkul Kıymetleştirmenin Amacı 22
2.2.1.4. Menkul Kıymetleştirmenin Kökeni ve Gelişimi 22
2.2.2. Sukûkun Tanımı 25
2.2.3. Sukûk Türleri 26
2.2.3.1. IFSB Standartlarında Sukûk Türleri 26
2.2.3.2. AAOIFI Standartlarında Sukûk Türleri 27
2.2.3.3. Türk Sermaye Piyasası Mevzuatında Sukûk Türleri 31
2.2.3.4. Türk Kamu Finansmanı Mevzuatında Sukûk Türleri 34

2.2.4. Sukûk ve Konvansiyonel Borçlanma Araçlarının Mukayesesi 35
2.2.4.1 Dayanak Varlıklar Üzerindeki Hak Sahipliği Açısından Farklar 35
2.2.4.2. İhraç Getirilerinin Kaynağı Açısından Farklar 35
2.2.4.3. Sahiplerinin Hak ve Yetkileri Açısından Farklar 36
2.2.4.4. Vade Açısından Farklar 36
2.2.4.5. Diğer Farklar 37
2.2.5. Sukûk İhraçlarından Beklenen Katkılar 37
2.2.5.1. Makro Düzeydeki Katkılar 38
2.2.5.2. Mikro Düzeydeki Katkılar 40
2.3. Türk Hukukunda Sukûk Uygulamaları 41
2.3.1. Özel Sektör Sukûk Uygulamaları 41
2.3.2. Kamu Sukûku Uygulamaları 45
2.4. Sukûk Uygulamalarına Dair Eleştiriler 47
2.4.1. Faize Dayalı Menkul Kıymetlerin Taklit Edildiğine Dair Eleştiriler 47
2.4.2. Sukûk İhraçlarının Yapısına Dair Eleştiriler 49
2.4.3. Diğer Eleştiriler 51

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ORTAYA ÇIKIŞI VE SUKUK İHRACINDAKİ YERİ BAKIMINDAN
ÖZEL AMAÇLI KURUMLAR 55
3.1. Özel Amaçlı Kurumların Tanımlanması 55
3.2. Konvansiyonel Sistemde Özel Amaçlı Kurumlar 59
3.2.1. Özel Amaçlı Kurumların Ortaya Çıkışı 59
3.2.2. Özel Amaçlı Kurumların Kuruluş Amaçları ve Kullanım Alanları 62
3.2.3. Özel Amaçlı Kurumların Ortak Özellikleri 64
3.2.4. Özel Amaçlı Kurumların Fonksiyonları 66
3.2.4.1. Hukuki Fonksiyonları 66
3.2.4.2 Finansal Fonksiyonları 69
3.3. İslami Finansta Özel Amaçlı Kurumlar 72
3.3.1. İslami Finansta Özel Amaçlı Kurumların Ortaya Çıkışları ve
Menkul Kıymetleştirme 72
3.3.1.1. İslami Finansta Menkul Kıymetleştirmenin Gelişimi 72
3.3.1.2. İslami Finansta Menkul Kıymetleştirmeye İlişkin Şartlar 73
3.3.2. İslami Finansta Özel Amaçlı Kurumların Nitelikleri ve Fonksiyonları 74
3.3.3. İslami Finansta Özel Amaçlı Kurumların Genel Değerlendirilmesi 77
3.4. İslami Finansta Özel Amaçlı Kurumların İktisadi ve Hukuki Olarak
Gerekli Olup Olmadığı Açısından Değerlendirilmesi 78
3.5. İslami Finansın Temel Amaçları Açısından Özel Amaçlı Kurumların Değerlendirilmesi 81
3.5.1. Temel Amaçlara Aykırılığa Dair Değerlendirmeler 82
3.5.2. Temel Amaçlara Uygunluğa Dair Değerlendirmeler 85

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRK HUKUKUNDA ÖZEL AMAÇLI KURUMLAR (VARLIK KİRALAMA ŞİRKETİ) 89
4.1. Türk Hukukunda Özel Sektör Varlık Kiralama Şirketleri 89
4.1.1. Varlık Kiralama Şirketinin Kuruluşu 90
4.1.2. Varlık Kiralama Şirketinin Esas Sözleşmesine Dair Özellikler 91
4.1.3. Varlık Kiralama Şirketinin Ehliyeti 92
4.1.4. Varlık Kiralama Şirketinin Yönetim Kurulu 94
4.1.4.1. Yönetim Kurulunun Yapısı 94
4.1.4.2. Yönetim Kurulunun Sorumluluğu 98
4.1.5. Varlık Kiralama Şirketinde Kayıt Düzeni ve Raporlama 103
4.1.6. Varlık Kiralama Şirketinin Tasfiyesi ve Yatırımcıların Tazmini 104
4.1.7. Varlık Kiralama Şirketinin Malvarlığının Korunması 108
4.1.8. Varlık Kiralama Şirketinde Vergilendirme 109
4.1.8.1. Kurumlar Vergisi Açısından İnceleme 109
4.1.8.2. Diğer Vergi ve Harçlar Açısından İnceleme 109
4.2. Türk Hukukunda Hazine Tarafından Kurulan Varlık Kiralama Şirketi 110
4.2.1. Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketinin Kuruluşu 111
4.2.2. Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketinin Esas Sözleşmesine Dair Özellikler 111
4.2.3. Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketinin Ehliyeti 112
4.2.4. Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketinin Yönetim Kurulu 113
4.2.4.1. Yönetim Kurulunun Yapısı 113
4.2.4.2. Yönetim Kurulunun Sorumluluğu 114
4.2.5. Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketinde Kayıt Düzeni ve Raporlama 115
4.2.6. Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketinin Tasfiyesi 116
4.2.7. Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketinde Malvarlığının Korunması Vergilendirme ve İmtiyazlar 116
4.3. Varlık Kiralama Şirketlerinin Değerlendirilmesi 118
4.3.1. Varlık Kiralama Şirketinin Unvanına İlişkin Değerlendirme 119
4.3.2. Varlık Kiralama Şirketinin Nitelik ve Fonksiyonlarına İlişkin Değerlendirme 119
4.3.2.1. Genel Nitelikleri Açısından Değerlendirme 119
4.3.2.2. Kira Sertifikası İhracının Tarafları İle Olan İlişkiler Açısından Değerlendirme 121
4.3.3. Varlık Kiralama Şirketinin Anonim Ortaklık Olarak Kurulmasına İlişkin Değerlendirme 124
4.3.3.1. Varlık Kiralama Şirketinin Ortaklık Olarak Tanımlanması Meselesi 124
4.3.3.2. Varlık Kiralama Şirketinin Tek Kişi Ortaklık Olarak Kurulması Meselesi 124
4.3.3.3. Varlık Kiralama Şirketinin Ortaklık/Şirket Olarak Nitelenememesi 125
4.3.4. Varlık Kiralama Şirketinin İslam Hukuku Açısından Değerlendirilmesi 126
4.3.4.1. İslam Hukukunda Şirket Kurumu ve Akit Şirketi 127
4.3.4.2. Varlık Kiralama Şirketinin Şirket Olarak Nitelenmesine Dair Değerlendirme 128
4.3.5. Varlık Kiralama Şirketinin Tüzel Kişiliğine İlişkin Değerlendirme 128
4.3.5.1. Tüzel Kişilik Kurumu 129
4.3.5.2. İslam Hukukunda Tüzel Kişilik 129

BEŞİNCİ BÖLÜM

VARLIK KİRALAMA ŞİRKETİNE İLİŞKİN SORUNLAR VE ÖNERİLER (DERİNLEMESİNE MÜLAKAT SONUÇLARI ÖZELİNDE) 133
5.1. Varlık Kiralama Şirketinin Sukûk Sahiplerine Karşı Sorumlulukları 133
5.1.1. Türk Hukukunda Varlık Kiralama Şirketinin Temsilci Olarak Sorumlulukları ..133
5.1.2. Türk Hukukunda Varlık Kiralama Şirketinin Sorumluluğuna İlişkin Değerlendirme 139
5.1.3. İslam Hukuku Açısından Temsil/Vekâlet Değerlendirmesi 144
5.2. Kaynak Kuruluş İle Varlık Kiralama Şirketi Arasındaki İlişkiler ve Muhtemel Sorunlar 146
5.2.1. Bilgi Asimetrisi Sorunu 147
5.2.2. Vekâlet Sorunu 152
5.2.3. Varlık Kiralama Şirketinin İşlemlerinden Kurucunun Sorumluluğu 155
5.2.4. Dayanak Varlık ve Haklara İlişkin Sorunlar 158
5.2.4.1. Dayanak Varlık ve Hakların Sertifika Sahiplerine Aktarılması 158
5.2.4.2. Dayanak Varlık ve Hakların Değeri Sorunu 171
5.2.4.3. Dayanak Varlık ve Hakların Hasar ya da Ziyaı 172
5.2.4.4. Dayanak Varlık ve Haklar Üzerinde Üçüncü Kişilerin Hak ya da Alacak İddiaları 173
5.2.5. Kaynak Kuruluşun Temerrüdü ve İflası Sorunu 175
5.2.5.1. Kaynak Kuruluşun Temerrüdü 175
5.2.5.2. Kaynak Kuruluşun İflası 178
5.2.6. Varlık Kiralama Şirketinin İflası Sorunu 180
5.2.6.1. Türk Hukuku Açısından İflas Değerlendirmesi 180
5.2.6.2. İslam Hukuku Açısından İflas Değerlendirmesi 183
5.3. Varlık Kiralama Şirketinin Yapısı Konusundaki Görüşler 185
5.4. Yapı Konusundaki Görüşlerin İncelenmesi 187
5.4.1. Trust Yapısının İncelenmesi 187
5.4.2. Merkezi Varlık Kiralama Şirketi Yapısının İncelenmesi 188
5.4.3. Varlık Kiralama Şirketinin Bağımsızlığı Hususunun İncelenmesi 189
5.4.3.1. Bağımsız Yapı İhtiyacının Nedenleri 189
5.4.3.2. Bağımsız Yapıya İlişkin Eleştiri ve Değerlendirmeler 196
5.4.3.3. Bağımsızlığı Sağlama Yöntemleri 201
5.5. Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Derinlemesine Mülakat Çalışması 204
5.5.1. İslami Finans Alanında Danışma Komitelerinde Çalışan Uzmanlar İle Yapılan Görüşmelerden Elde Edilen Sonuçlar 204
5.5.2. Sukûk İhracında Görev Alan Hukukçular İle Yapılan Görüşmelerden Elde Edilen Sonuçlar 205
5.5.3. Varlık Kiralama Şirketleri ve Fon Kullanıcı Banka Yetkilileri İle Yapılan Görüşmelerden Elde Edilen Sonuçlar 208
5.5.4. Sukûk İhraçlarına Katılan Yatırımcı Firma Temsilcileri İle Yapılan Görüşmelerden Elde Edilen Sonuçlar 210
5.5.5. Görüşmelerden Elde Edilen Genel Sonuçlar ve Değerlendirmeler 211

SONUÇ 215
KAYNAKÇA 219
EK: 231
DERİNLEMESİNE MÜLAKAT ÇALIŞMASI 231

Kısaltmalar Listesi

AATUHK	Amme Alacaklarının Tahsili Usulü Hakkında Kanun
AAOIFI	Accounting and Auditing Organization for Islamic Institutions
APA	American Psyhology Association
BanK	Bankacılık Kanunu
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
FFMS	Faizsiz Bankacılık Muhasebe Standardı
FVC	Financial Vehicle Corporation
GTB	Gümrük ve Ticaret Bakanlığı
HMVKŞ	Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Anonim Şirketi
IIFM	International Islamic Finance Market
ISFB	Islamic Financial Services Board
İİK	İcra ve İflas Kanunu
İSEDAK	İslam İşbirliği Teşkilatı Ekonomik ve Ticari İşbirliği Daimi Komitesi
KAP	Kamuoyunu Aydınlatma Platformu
KFBYK	Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun
KST	Kira Sertifikaları Tebliği
KVK	Kurumsal Vergisi Kanunu
SerPK	Sermaye Piyasası Kanunu
SIV	Structured Ivestment Vehicle
SPC	Special Purpose Company
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
SPV/SPE	Special Purpose Vehicle / Special Purpose Entity
TBK	Türk Borçlar Kanunu
TCK	Türk Ceza Kanunu
TKBB	Türkiye Katılım Bankaları Birliği
TMK	Türk Medeni Kanunu
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TTK	Türk Ticaret Kanunu
VKŞ	Varlık Kiralama Şirketi
YTM	Yatırımcı Tazmin Merkezi

ÖNSÖZ

Bu çalışmamızın kaynağı, İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü İslam Ekonomisi ve Finans Ana Bilim Dalı İslam Ekonomisi ve Uluslararası Finans Bilim Dalı Doktora Programı kapsamında hazırlanan "Sukuk İhracındaki Konumu Açısından Özel Amaçlı Kurumlar: Varlık Kiralama Şirketi Örneği" başlıklı doktora tezimizdir. Anılan doktora tezimiz Prof. Dr. Servet Bayındır, Prof. Dr. İbrahim Güran Yumuşak, Prof. Dr. Abdullah Durmuş, Doç. Dr. Abdurrahman Savaş ve Doç. Dr. Zeyneb Hafsa Orhan'dan oluşan jürinin oybirliği ile başarılı bulunmuştur.

Tezimin danışmanlığını üstlenen ve çalışmanın yöntem, içerik ve kapsam açılarından gelişmesine dair yönlendirmeleriyle araştırmama her zaman rehberlik eden Prof. Dr. Servet Bayındır'a, tez izleme sürecinde desteklerini esirgemeyen Prof. Dr. Mehmet Bulut ve Prof. Dr. İbrahim Güran Yumuşak'a, sukûk konusundaki bilgi ve tecrübelerinden sürekli yararlandığım Av. Bekir Halaçoğlu'na, değerli görüş ve önerileriyle çalışmamın gelişmesine katkı sağlayan tez savunma jüri üyesi hocalarıma ve konuyla ilgili mülakat talebimi kabul ederek, araştırmama önemli katkılar sağlayan kıymetli katılımcılara şükranlarımı sunuyorum.

Ayrıca doktora tezimin hazırlanması için geçen uzun ve yoğun çalışma sürecinde ve bu kitabın ortaya çıkmasında sürekli desteğini hissettiğim eşim Av. Münevver Gökgün Akkaya'ya da teşekkürlerimi sunuyorum.

Dr. Ümit AKKAYA
İstanbul-2024

Birinci Bölüm
Giriş

Sukûk uygulamaları, yirminci yüzyılın son çeyreğinden itibaren, İslam iktisadı düşüncesi tarafından dünya ekonomisine kazandırılmış ve her geçen gün, gelişmiş veya gelişmekte olan ekonomiler tarafından artan oranlarda kullanılmaya devam edilmiştir. Türkiye'de de sukûk, 2010'lardan itibaren "kira sertifikası" adı altında hukuki altyapıya kavuşmuş ve dünyadaki trende koşut olarak, sürekli artan oranlarda kullanılan bir finansman yöntemi mahiyetine kavuşmuştur. Bugün Türkiye'de kullanılan en önemli İslami finans araçlardan birinin sukûk olduğunu söylemek hatalı olmayacaktır.

Sukûk ya da mevzuatımızda kullanılan ismiyle kira sertifikalarına yapılacak yatırımlarda yatırımcıların amacı, İslami finansın temel ilkelerine aykırı olmayan finansal yöntemlerle gelir elde etmek, beklentileri ise doğal olarak bu gelirin, konvansiyonel yatırım araçlarından daha az olmamasını sağlamaktır. Sukûk ihracını gerçekleştiren kuruluşların amacı ise yine İslami finans ilkelerine uygun yöntemlerle finansmana erişmek ve bu finansman maliyetinin de konvansiyonel finansman yöntemlerinden fazla olmamasını temin etmektir. Devletler de çeşitli nedenlerle ekonomiye katılmayan atıl sermayeye erişmek, sermaye piyasalarının derinliğini arttırmak ve finansman kaynaklarını çeşitlendirmek gibi amaçlarla sukûk ihraçları yapmaktadır.

Özellikle yatırımcılar açısından, güvenli ve şeffaf bir piyasa mekanizması içinde yatırımlarını takip edebilmeleri önemli bir gereksinimdir. Yine şeffaf, güvenilir ve rekabetçi getiri taahhüt eden bir finansman aracına, İslami finans ilkelerini öncelemeyen yatırımcıların talebinin de artacağı aşikâr olacağından, şirketlerin erişebileceği finansman olanakları da artmış olacaktır. Bütün bu etkenler elbette ülkenin sermaye piyasası ürünlerinin ve bu alandaki arz ve talebin artmasına da katkı sağlayacaktır. Nitekim günümüzde ulusal ve uluslararası piyasalarda sukûk ihraçlarında, ihraç eden tarafların da yatırımcıların da sadece İslami finans sistemi içindeki kişi ya da kurumlardan oluşmadığı görülmektedir.

Dolayısıyla yatırımcıların ve finansman ihtiyacı olan şirketlerin her iki amacını da gerçekleştirebilecek bir finansal ürün ortaya koymak gerekmiştir.

Sukûk uygulamasının en temel aktörlerinden birisi hiç kuşkusuz, ihraç için kurulan özel amaçlı kurumlardır. Zira sukûk ihraçları, finansmana ihtiyaç duyan firmalarla akdettiği sözleşmeler tahtında bu özel amaçlı kurumlar tarafından gerçekleştirilmektedir. Özel amaçlı kurumlar, bu işlemlerde fon kullanıcı ya da kaynak kuruluşlar adına ihracı gerçekleştirerek anılan kurumlara hizmet verdiği gibi ihraca dayanak varlık ve hakları iktisap, muhafaza ve paraya çevirme işlemlerini yürüterek sukûk yatırımcılarına da hizmet vermektedir. Bu anlamda özel amaçlı kurumlar iki yönlü bir temsil ya da hizmet faaliyetinde bulunmaktadır. Türk hukukunda ve uygulamada anılan özel amaçlı kurumlar, "varlık kiralama şirketi (VKŞ)" olarak karşımıza çıkmaktadır. Varlık kiralama şirketleri, giderek artan işlem hacimleriyle Türkiye'deki finansal ekosistemin önemli süjelerinden biri konumuna gelmektedirler.

1.1. Çalışmanın Konusu ve Amacı

Çalışmamızda, bahse konu özel amaçlı kurumların, gerek dünyada ve gerekse Türkiye'de nasıl ortaya çıktıkları, hangi hukuki statülerde kuruldukları, sukûk ihraçlarında bunlara gerçekten ihtiyaç olup olmadığı, sukûk ihraçlarındaki fonksiyonları, iktisadi ve hukuki faydaları, bu kurumlar üzerinden yapılan işlemlere yöneltilen eleştiriler ve bu eleştirileri giderebilmek için yapılabilecekler ele alınacaktır. Yine özel amaçlı kurumların tarihi arka planı, teorik alt yapısı ve işlemleri açısından İslami finansın temel prensiplerine uygunlukları incelenecektir. Bu kapsamda Türkiye'deki özel amaçlı kurumlar olan varlık kiralama şirketlerinin, Türk hukuku açısından kamu ve özel sektör alanındaki işlemleri ayrı ayrı değerlendirilerek tanım ve nitelikleri, fonksiyonları ve İslami finans ilkeleri açısından bir değerlendirmesi yapılacaktır.

Ayrıca Türkiye'deki sukûk ihraçlarında özel amaçlı kurumların ortakları, yöneticileri, yatırımcıları ve üçüncü kişilerle olan ilişkileri analiz edilerek, bu kurumların yapı ve işleyişine dair sorunlar ile bu sorunlara karşı çözüm önerilerimiz sunulacaktır. Son olarak da özel amaçlı kurumların, kaynak kuruluş ve fon kullanıcılardan bağımsız kurumlar olarak faaliyet göstermesine dair önerilerimiz ele alınacaktır.

Bu çerçevede çalışmamızın amacı, münhasıran sukûk ihraç etmek amacıyla kurulan ve Türkiye'de varlık kiralama şirketi olarak ihdas edilen özel amaçlı kurumların incelenmesidir. Bu kapsamda çalışma amacı özel amaçlı kurumların dünya uygulamaları, Türk hukukundaki düzenlemeler ve İslami finans ilke ve prensipleri açısından tanımlanması, nitelik ve fonksiyonlarının tespiti ve bu nitelik ve fonksiyonların ortaya çıkardığı sorunları ile bu sorunlara dair çözüm

önerilerinin ortaya konmasıdır. Çalışmamız kapsamında ortaya konulacak teorik tespitler ve uygulama sorunlarına dair önerilerimiz, özel amaçlı kurumlara ve tarafı oldukları sözleşmelere yöneltilen bilimsel eleştirilerin de karşılanmasını sağlayarak İslami finans kuruluşlarının, faaliyet prensipleri dâhilinde bu kurumlarla olan hukuki ilişkilerine dair yeni bir bakış açısı sunabilecektir.

Çalışma konumuzun özgünlüğü, Türkiye özelinde sukûk işlemlerinin hukuki, mali ya da iktisadi yönleri üzerine akademik çalışmalar yapılmışsa da, bu işlemlerin ana aktörü olan özel amaçlı kurumlara özgülenmiş bir çalışmanın yapılmamış olmasından kaynaklanmaktadır. Yukarıda ifade edildiği üzere özel amaçlı kurumlar, varlık kiralama şirketleri adı altında 2010 yılından itibaren hukuki düzenlemelere konu olmuş ve İslami finans uygulamalarında zaman içinde çok önemli bir yer edinmiştir. Yine anılan kurumların gerçekleştirdikleri ihraçlar incelendiğinde, önemli hacimlere varan işlemlere taraf olduğu gözlenmektedir. Ancak konuya ilişkin kaynaklar tarandığında, doktora seviyesinde münhasıran bu kurumlar üzerine özel bir çalışma yapılmadığı tespit edilmektedir. Sukûk alanındaki çalışmaların genel olarak "sukûk" işleminin tarihi ve günümüz uygulamaları ile sukûk ihraçlarına dair sözleşmeler ya da farklı sukûk ihraç yapı önerileri üzerine yoğunlaştığı gözlenmektedir. Çalışmamız ise doğrudan özel amaçlı kurumların hukuki ve iktisadi tahlilini amaçlamakta olup, bu açıdan konuya ilişkin özgün bir çalışma ve doktora seviyesinde Türkiye'de hazırlanmış ilklerden olacağı değerlendirilmektedir.

1.2. Çalışma Temel Soruları

Çalışmamızda genel olarak cevaplanmaya çalışılacak sorular şu şekildedir:

- Sukûk ihraçlarını gerçekleştiren özel amaçlı kurumlar hukuki ya da iktisadi olarak nasıl tanımlanmaktadır ve bunların hukuki niteliği nedir? Bu kurumların sukûk ihraçlarındaki fonksiyonları nelerdir?
- Özel amaçlı kurumlar hangi iktisadi ve hukuki ihtiyaçlar nedeniyle ortaya çıkmıştır? İslami finans ilkeleri açısından sukûk ihraçlarında bu kurumlara gereksinim bulunmakta mıdır?
- Türkiye'de sukûk ihraçlarında görevli özel amaçlı kurum olan varlık kiralama şirketinin Türk hukuku açısından nitelik ve fonksiyonları nelerdir? Özel sektör ve kamu sukûk ihraçlarında görevli varlık kiralama şirketleri arasındaki farklılıklar nelerdir?
- Varlık kiralama şirketleri ve yürüttükleri faaliyetler kapsamında ortaya çıkabilecek hukuki sorunlar nelerdir?
- Bu sorunların giderilmesi ya da en aza indirilmesi için varlık kiralama şirketlerinin yapısında değişiklikler gerçekleştirilmesi gerekli midir ya da bu tür değişiklikler sorun çözücü olabilecek midir?

Yukarıdaki sorularımız kapsamında varlık kiralama şirketlerinin yapısında yapılacak değişikliklerin ulusal ve uluslararası literatürde ortaya çıkan, işlemlerin İslami finansın temel ilkelerine aykırı olduğuna dair eleştirileri en aza indirebileceği ve varlık kiralama şirketinin yöneticileri ve ortakları ile fon kullanıcıları ve yatırımcıların karşılaşabilecekleri hukuki riskleri de önemli ölçüde azaltabileceği değerlendirilmiştir.

1.3. Çalışma Kısıtları

Çalışmamız, sadece sukûk ihracı amacıyla kurulan özel amaçlı kurumlara ve bunların hukuki nitelik, fonksiyon ve ortaya çıkarabileceği sorunlara dair bir inceleme olup, anılan kurumların ve gerçekleştirdikleri işlemlerin Türk hukuku ve İslami finans ilkeleri açısından değerlendirilmesi ve bu işlemler ile uygulamalara dair önerilerimizin sunulması ile sınırlıdır. Bu anlamda Türkiye ve dünyadaki diğer sermaye piyasası işlemleri, proje finansmanları ya da özel finansman işlemleri için kurulan özel amaçlı kurumlar çalışmamızın ana konusu dışında olup, çalışma konumuzun gerektirdiği ölçüde sınırlı olarak ele alınacak, ancak asıl değerlendirmemiz içinde yer almayacaktır. Yine çalışmamız bahse konu özel amaçlı kurumların kuruluşları ve gerçekleştirdikleri işlemlerin Türk hukuku ve İslam hukuku açısından değerlendirilmesini ve tespit edilen aksaklıklara dair çözüm önerilerimizi kapsamaktadır. Bu açıdan çalışmamızda bu kurumlar ve işlemlerinin vergi ve muhasebeleri, iç ve dış mali denetimleri gibi hususlara incelenen konu bağlamında sınırlı olarak yer verilecekse de bu konularda detaylı inceleme ve değerlendirmeler yer almayacaktır. Aynı şekilde çalışmamız Türkiye'deki özel amaçlı kurumların tahlili ile sınırlı olup, Türkiye dışında sukûk ihracı için kurulan özel amaçlı kurumlar hususunda detaylı bir inceleme yapılmayacaktır. Son olarak özel amaçlı kurumların kuruluş amacı olan sukûk ihraçlarının türleri, dayanak varlıkları, ihraç şartları, idari, mali ve vergiye dair hükümleri de çalışma konumuz kapsamı dışında olup, özel amaçlı kurumların hak ve borçları bağlamında bu konulara gerektiği ölçüde yer verilecekse de çalışmamız sukûk ihraçlarına dair detaylı bir inceleme içermeyecektir.

1.4. Çalışma Araştırma Yöntemi

Çalışmamızda nitel araştırma yöntemlerinden biri olan derinlemesine mülakatlardan ve veri toplama amacıyla da literatür taramasından faydalanılmıştır. Bu kapsamda öncelikle konunun teorik yönlerinin tam olarak ortaya konabilmesi için, İslami finansın temel özellikleri, sukûk ihraçlarının hukuki ve iktisadi riskleriyle ilgili ulusal ve uluslararası yayınlar taranmıştır. Bu kapsamda sukûk işlemine dair kitaplar, doktora ve yüksek lisans seviyesindeki tezler, Türkiye'de ve yurtdışında yayınlanmış makaleler, ulusal ve uluslararası kuruluşlarca hazırlanan araştırma ve raporlar incelenmiştir. Yine Türkiye'de ve yurtdışında

gerçekleşen sukûk ihraçlarına ilişkin ihtilaflarda verilmiş mahkeme kararları da taranarak özel amaçlı kurumların sukûk ihraçları ve bu uygulamalarda ortaya çıkabilecek sorunlar değerlendirilmiştir.

Özel amaçlı kurumlarla ilgili çalışmamıza temel olan kaynaklardan ilki Alkhan (2016) tarafından İngiltere Bolton Universitesi'nde hazırlanan doktora tezidir. Bu tezde yazar esasen Bahreyn'de kurulan bir özel amaçlı kurum (SPV) üzerine vaka çalışması yapmış ve bu çalışma kapsamında Bahreyn'deki İslami bankacılık alanında faaliyet gösteren özel amaçlı kurumların İslam hukuku kuralları açısından değerlendirilmesini amaçlamıştır. Anılan çalışmada yazar özel amaçlı kurumların İslam hukukunun temel kurallarına aykırı işlemler yapabildiğini tespit etmektedir. Bahse konu çalışma özel olarak sukûk ihracı amacıyla kurulan özel amaçlı kurumlara değil Bahreyn İslami bankacılık sektöründeki tüm özel amaçlı kurumlara ilişkin ve bunların İslam hukukuna uygunluğunu incelemektedir.

Çalışmamız için incelediğimiz diğer bir temel kaynak ise yine Alsayyed (2015) tarafından sukûk ihraçlarındaki özel amaçlı kurumların İslam hukuku açısından incelenmesine ilişkin olarak yazılan kitap olmuştur. Bu eserde özel amaçlı kurumların ne olduğu, hangi amaçla kuruldukları, türleri, özellikleri ve menkul kıymetleştirme işlemlerindeki fonksiyonları ile İslam hukukunun temel amaçları açısından değerlendirilmeleri ele alınmaktadır. Yazar bu çalışmasında sukûk ihracı sürecinde özel amaçlı kurumların İslam hukukuna uygunluğunun sağlanmasına dair tespit ve önerilerine de yer vermektedir.

Konuya ilişkin diğer çalışma Soleimani & Shadab (2020) tarafından hazırlanan ve özel amaçlı kurumların rolleri ve fonksiyonlarını ele alan makaledir. Yazarlar bu çalışmada özel amaçlı kurumların konvansiyonel finans ve İslami finanstaki amaçlarını ve fonksiyonlarını karşılaştırmalı olarak ele almıştır. Çalışmada İslami finans sisteminin, konvansiyonel finansın risk aktarım modeli yerine, risk paylaşım modelini benimsediğinden hareketle, özel amaçlı kurumların da bu risk paylaşım modeline uygun fonksiyonlar icra etmesi gereğine işaret etmektedir.

Türkiye'de sukûk ihraçları konusunda çeşitli çalışmalar yapılmış ve eserler ortaya konmuşsa da doğrudan özel amaçlı kurumları inceleyen sadece bir adet yüksek lisans tezi olduğu tespit edilmektedir. Gözcü (2019) tarafından hazırlanan bu tezde genel olarak varlık kiralama şirketlerinin özellikleri, yükümlülükleri, sukûk ihracı kapsamında gerçekleştirdiği hukuki işlemlerin nitelikleri, bu işlemlere dair İslam hukukunun temel kuralları ile Türk hukukundaki bu şirketlerle ilgili düzenlemelere yer verilmiştir.

Uluslararası literatürde SPV/SPE/SPC gibi adlarla ifade edilen özel amaçlı kurumların konvansiyonel finans alanında kullanımlarına ilişkin olarak da aşağıdaki eserler incelenmiştir:

Amoruso (2014), özel amaçlı kurumları gölge bankacılık sisteminin bir unsuru olmaları açısından ele almış, özel amaçlı kurumların tarihsel gelişimi ve finansal krizlerdeki rolünü değerlendirmiştir. Baudistel (2013), özel amaçlı kurumların yatırımcılara sağladığı hukuki korumlar ve özelde iflastan koruma fonksiyonu üzerinde durmuştur. Gorton & Souleles (2013), özel amaçlı kurumların kuruluş amaçları, türleri ve menkul kıymetleştirme sürecindeki rolleri ile fonksiyonlarını incelemiştir. Kahf (1997) özel amaçlı kurumların sukûk ihracı için zorunlu olup olmadığına dair bir değerlendirme yaparak, bu kurumlar olmadan da sukûk ihraç edilebileceği sonucuna ulaşmaktadır. Kahf & al-Saudi (2016) ise özel amaçlı kurumların dayanak varlıkları üzerinde iktisap ettiği hakları da nazara alarak yatırımcılara sağlayacağı faydalar üzerinde durmaktadır. Yine Hartgraves & Benston (2002) özel amaçlı kurumların ortaya çıkardığı sorunlar ve bunun neticesi olarak muhasebe standartlarında yapılan geliştirmeleri ele almıştır. Sainati, Locatelli, Smith, Brookes & Olver (2020) ise özel amaçlı kurumların türleri ve fonksiyonlarını incelemiştir.

Özel amaçlı kurumların faaliyet gösterdiği İslami finans alanında geçerli temel kurallar açısından Karaman (2016)'ın Mukayeseli İslam Hukuku adlı üç ciltlik eseri incelenmiştir. Bu konuda ayrıca finans ve sermaye piyasası işlemlerini İslam hukuku kuralları açısından inceleyen Bayındır (2015)'ın Fıkhi ve İktisadi Açıdan İslami Finans Para ve Sermaye Piyasaları isimli eserinden faydalanılmıştır. Aynı yazarın menkul kıymetleştirme ve sukûk uygulamalarına ilişkin Menkul Kıymetleştirme Uygulamaları ve Fıkıhtaki Yeri ve Sukuk Uygulamaları ve Fıkhi Tahlili (Bayındır 2007) adlı makalesi de incelenmiştir. Konuyla ilgili uluslararası literatürde ise Dusuki & Bouheraoua (2011)'nın İslami finansın temel ilkelerinin ele alındığı makalesi; El-Gamal (2006)'ın İslami finans alanındaki hukuki işlem ve sözleşmeleri eleştirel bir gözle ele aldığı kitabı, Karadâği (2018)'nin İslami finans ile konvansiyonel finans arasındaki karşılaştırmalarını içeren eseri de değerlendirmelerde dikkate alınmıştır.

Çalışmamızın bir başka kaynağı da İslami finans alanında uluslararası kuruluşların yayınları ve raporlarıdır. Bu çerçevede IFSB (2005), IFSB (2009) ve AAOIFI (2019) tarafından yayımlanan standartlar incelenerek, İslami finans alanındaki özel amaçlı kurumların da sahip olması gereken nitelikler hakkında çıkarımlar yapılabilmiştir. Aynı kapsamda IIFM (2022) ve İSEDAK (2019) gibi kuruluşların raporlarında da sukûk ihraçlarının piyasalardaki rolü incelenmiştir.

Tüm bu eser ve çalışmalarda özel amaçlı kurumların sadece belirli nitelik ya da fonksiyonları ele alınarak, bu kapsamdaki değerlendirme ve önerilere yer verilmiştir. Bu açıdan bakıldığında sukûk ihracında kullanılan özel amaçlı kurumların mevzuat ve İslami finans prensipleri açısından hukuki ve iktisadi tüm yönlerini ele alan bir çalışma olmadığı tespit edilmektedir. İşte bu noktada

çalışmamız özel amaçlı kurumların tüm unsurlarını, tabi oldukları düzenlemeleri ve icra ettikleri fonksiyonları, hukuki ve iktisadi kurallar yanında uygulamada ortaya çıkacak sorunlar açısından da bütün olarak incelemekle, literatürdeki bir boşluğu doldurabilecektir.

Çalışmamız hukuki bir konuya ilişkin olmakla, bu alanda da sosyal bilimlerin araştırma yöntemlerinin kullanılmasının mümkün olduğu kabul edilmektedir. Zira hukuk sadece yazılı kurallardan ibaret olmayıp, ilave olarak yeni kuralların hangi sosyal ya da ekonomik gerçeklere dayanacağının ve bunların etkinliğinin nasıl sağlanacağının da incelenmesi gerekecektir. Dolayısıyla bu özelliklere uygun araştırma yöntemlerinin kullanılmasına da bir engel olmamalıdır. Nitekim uygulamada da nitel araştırma yöntemlerinin bu kapsamda kullanıldığı ifade edilmektedir (Sözer, 2014: 1097). Nitel araştırmada çeşitli veri toplama teknikleri ile elde edilen bilgiler, sorgulama ve yorumlama süzgeçlerinden geçirilerek sonuca ulaşılmaktadır. Bahse konu teknikler genel olarak gözlem, görüşme, belge/doküman ve söylev analizi şeklinde ifade edilmektedir. Bu tekniklerden en güçlülerinden birisi olarak derinlemesine görüşme tekniği karşımıza çıkmaktadır. Bu teknik ile konuyla ilgili tarafların tecrübeleri, duygusal durumları, görüşleri ve değerlendirmeleri elde edilebilmektedir. Bu kapsamda yapılandırılmış görüşmeler, yarı yapılandırılmış görüşmeler, yapılandırılmamış ya da odak grup görüşmeleri söz konusu olabilmektedir. İncelenen konuya ilişkin belgelerin detaylı şekilde taranması ve bu belgelerden, sonuçlar çıkarılması da doküman/metin analizi olarak adlandırılmaktadır (Baltacı, 2019: 370-374; Tekin, 2006: 103, 104). Sonuç olarak nitel araştırma yöntemine ilişkin görüşme ve belge analizi teknikleri ile elde edilen bilgilerden ulaşılan sonuçlara göre araştırma sorusuna ilişkin uygun öneriler sunulabilmektedir. Bu çerçevede çalışmamızda, yukarıda ifade edildiği üzere bilgi ve belge toplama yanında derinlemesine mülakat tekniği kullanılmıştır.

Buna göre nitel araştırma yöntemlerinden derinlemesine mülakat yöntemiyle Türkiye'deki ve yurtdışındaki sukûk ihraçlarında aktif rol alan ulusal ve uluslararası alanda faaliyet gösteren onüç uzmanla birebir görüşmeler yapılmıştır. Burada sukûk ihracını gerçekleştiren bir varlık kiralama şirketinin bu süreçte ilişki içinde olacağı tüm tarafların değerlendirilmelerinin alınabilmesi için anılan tarafların tümünde görev alan uzmanlarla görüşülmesi hedeflenmiştir. Bu kapsamda VKŞ kurucuları ve yöneticileri, Türkiye'de ve yurtdışında gerçekleştirilen ihraçlarda görevli hukukçular, işlemi İslami finans prensipleri açısından inceleyen danışma komitesi üyeleri, fon kullanıcı banka yöneticileri ve kira sertifikalarını satın alan yatırımcı taraflar ile görüşülmüştür.

Görüşmecilere dair bilgiler anılan görüşmecilerden alınan onaya istinaden çalışmamızın ekinde yer almaktadır. Bu görüşmeler 24.06.2022-21.12.2022

tarihleri arasında gerçekleştirilmiştir. Görüşmelerde sukûk ihraçlarına dair teori ve pratikte karşılaşılan sorunlar ile bunların çözümüne dair muhtemel öneriler değerlendirilmiştir. Burada özel amaçlı kurum ve sukûk uygulamalarına ilişkin önceden hazırlanmış açık uçlu sorular konunun uzmanlarına yöneltilerek, alınan cevaplar üzerinden değerlendirmeler yapılmıştır. Bu sayede sukûk ihraçlarını gerçekleştiren VKŞ'ler, kurucu/kaynak kuruluş/fon kullanıcı da olan bankalar ve ihraçlara katılan yatırımcı şirketlerde görev alan uzmanlar ile bu ihraçların sözleşme ve dokümanlarını hazırlayan hukukçular ve işlemleri faizsiz finans prensipleri açısından değerlendiren danışma komitesi üyelerinin görüş ve değerlendirmelerini elde etme olanağı sağlanmıştır.

1.5. Çalışma Düzeni

Çalışmamız beş bölümden oluşmaktadır. Birinci Bölüm olarak tasarlanan Giriş bölümünü takip eden İkinci bölümde, İslami finans sisteminin temel yaklaşım ve prensipleri ile menkul kıymetleştirme, sukûk ihracı uygulamaları, bunların finansal sisteme faydaları, bu ihraçlara dair ulusal ve uluslararası kurallar ile ihraç uygulamalarına İslami finans prensipleri açısından yöneltilen eleştirilere yer verilmiştir. Üçüncü bölümde genel olarak özel amaçlı kurumlar tanıtılmış, bu kurumların ortaya çıkışı, kullanım alanları, hukuki ve finansal fonksiyonları ele alınmıştır. Yine bu bölümde özel amaçlı kurumların İslami finans sisteminde kullanımı, anılan prensipler açısından değerlendirilmesi yer almaktadır. Dördüncü bölümde ise Türkiye'de sukûk işlemlerinde görevli varlık kiralama şirketleri detaylı olarak incelenmiştir. Bu kapsamda Türkiye'de özel sektör ve kamunun sukûk ihraçlarını gerçekleştiren varlık kiralama şirketlerinin kuruluş, faaliyet, tasfiye ve iflası, varlık kiralama şirketinin yatırımcılar ve kaynak kuruluş ile ilişkileri açısından fonksiyonları incelenmiştir. Bu bölümde ayrıca varlık kiralama şirketinin İslami finansın temel kuralları açısından değerlendirilmesinde esas olmak üzere fonksiyonları, anonim şirket olarak nitelenmesi ve tüzel kişilik olarak konumlanması konuları da ele alınmıştır. Nihayet Beşinci bölümde ise Türkiye'de kurulan varlık kiralama şirketlerinin hukuki sorumlulukları ile yatırımcı, fon kullanıcı ya da yatırımcılar ile arasında çıkabilecek sorunlar incelenmiştir. Bu çerçevede bilgi asimetrisi, vekâlet sorunları, kaynak kuruluş ya da VKŞ'nin iflası durumlarıyla dayanak varlık ya da hakların VKŞ'ye devrine ilişkin Türkiye ve yurtdışında ortaya çıkan hukuki tartışma ve eleştiriler ele alınmıştır. Yine bu bölümde sukûk ihracında görevli özel amaçlı kurumların yapısına ilişkin önerilere yer verilmiştir. Ayrıca bu bölümde, çalışmamız kapsamında gerçekleştirilen derinlemesine mülakatların da bir değerlendirmesi yapılmıştır. Derinlemesine mülakatların katılımcılarına ilişkin bilgiler, sorularımız ve katılımcıların cevapları çalışmamız ekinde

yer almaktadır. Netice olarak da ortaya çıkan hukuki ve ekonomik sonuçlar bağlamında bağımsız özel amaçlı kurumlara dair önerilerimiz ile bağımsızlığın sağlayacağı faydalar hakkında değerlendirmelerimiz sunulmuştur.

Çalışmamızda kaynak atıfları için *American Psyhology Association* (APA)'nın kullandığı yöntem takip edilmiştir. Ayrıca bölüm içindeki değerlendirme ve tespitlere dair ilave açıklamalara da dipnotlarda yer verilmiştir.

İkinci Bölüm
İslami Finans ve Sukûk Uygulamasına Genel Bakış

Bu bölümde, İslami finans sisteminin temel ilke ve amaçlarına kısaca yer verilecek ve bu şekilde çalışma konumuz olan özel amaçlı kurumların bu ilkelere uygunlukları ve bu amaçları gerçekleştirmeye elverişli olup olmadığı hakkında bir değerlendirme yapılabilecektir. Zira İslami finans sisteminin bahse konu ilke ve prensipleri aslında çalışma konumuz olan özel amaçlı kurumların da uyması beklenen kuralları oluşturmaktadır. Başka bir deyişle, bir İslami finans ürünü olarak yapılandırılan sukûk ihraçlarını gerçekleştirilen özel amaçlı kurumlar, kuruluşları ve faaliyetleri itibariyle İslami finans sistemine ve elbette İslam hukukunun kendine özgü amaçlarına uygun olmak zorundadırlar. Bu nedenle anılan ilke ve amaçların tespit edilmesi ve özel amaçlı kurumların bu kurallar karşısındaki konumunun belirlenmesi bir gereklilik olarak karşımıza çıkmaktadır. Diğer ifadeyle özel amaçlı kurumların kuruluşu, faaliyetleri ve akdettikleri sözleşmeler sonucunda İslam hukukunun bu nev'i şahsına münhasır ve üstün amaçlarını gerçekleştirebiliyor olması, en azından bu amaçlara aykırı işlem ve faaliyetlerde bulunmaması gerekmektedir. Aksi durumda, özel amaçlı kurumların, bu prensip ya da amaçlara aykırı faaliyetlerini İslami finans işlemleri olarak kabul etmek mümkün olamayacaktır.

Bu bölümde ayrıca çalışma konumuzu oluşturan özel amaçlı kurumların yegâne faaliyet konusu olan sukûk uygulamalarının Türkiye'de ve dünyadaki görünümü, türleri, ve ekonomiye katkıları ile bu uygulamanın teorik temelini oluşturan menkul kıymetleştirme süreci hakkında da bir özete yer verilerek, anılan kurumların bu sukûk ihraçlarındaki fonksiyonlarına bir giriş yapılabilecektir. Bölüm sonunda ise genel olarak sukûk uygulamalarına dair eleştiriler incelenecektir. Bu şekilde özel amaçlı kurumların faaliyet gösterdikleri alana ilişkin teorik bir çerçeve çizilmiş olacaktır.

2.1. İslami Finans Sistemi ve Genel Özellikleri

İslami finans sistemine ilişkin eserler incelendiğinde, bu sistemin kendine özgü amaç ve yaklaşımları olduğu anlaşılmaktadır. İslam ekonomisi sistemi,

İslam inancına, ahlak değerlerine ve kurallarına dayanmakta olup, genel bir prensip olarak insanların ekonomik faaliyetlerinde özgür bırakıldığı ancak bu özgürlüğün "kul hakkına riayet" prensibiyle kayıtlı olduğu söylenebilecektir. Buna göre ekonomik iş ve işlemler, sözleşmeler, hak ve sorumlulukların öncelikle ve en önemli kaide olarak adil olmak zorunda olduğu ifade edilmektedir (Bulut, 2015: 117-119; Karadâği, 2018: 79-83). Dolayısıyla bir hukuki kurum, işlem ya da sözleşme değerlendirilirken, buradaki tarafların ve işlemlerin bahse konu temel ilkelere riayeti gereklidir.

İslami finans sisteminin esası, devletin zorunlu olmadıkça doğrudan kontrol etmediği, serbest rekabet ilkelerine ve arz talep yasasına göre işleyen bir piyasaya dayanmaktadır (Kallek, 2018: 102-104; Karadâği, 2018: 70-72). Bu serbestliğin temel sınırı ise "kul hakkı" ve "adalet" kavramlarıdır. İslam ekonomisi insanı, sadece kendi menfaatini arttırmayı amaçlayan bir "homoeconomicus" olarak tanımlamaz. Toplum, ahlaklı ve diğerkâm bireylerden oluşacaktır ve ekonomik aktörler, tüm evrenin ve dünyada sahip oldukları varlıkların, aslında kendilerine verilmiş bir emanet olduğu bilinciyle hareket edecektir. Diğer ifadeyle İslam ekonomik düşüncesinin esasen "denge"li bir hayatı hedeflediği kabul edilmektedir. (Bulut, 2015: 118). Ekonomik faaliyetlere tanınan hürriyet ile getirilen sınırlamaların amacı, bu dünya ve ahiret hayatı arasındaki dengeyi temindir. Üretimde de tüketimde de aşırılık, israf ya da cimrilik tamamen yasaklanmıştır. İnsanların canları ve malları dokunulmazdır. Dolayısıyla bireysel hak ve özgürlükler, toplumun genel menfaatiyle uyumlu olarak kullanılabilir. İslam ekonomik sistemi, bireyler arasında insani ve ekonomik dayanışmaya da dayanmaktadır. Buna göre, toplumdaki hiç kimsenin bir mal ya da hizmete erişememe nedeniyle zarara uğramamasını temin etmek gerekir ki bunu temin de devletin temel görevlerindendir (Karadâği, 2018: 74-78; Kallek, 2018: 22-24). Adalet ve toplumsal refahın tesisi, İslam ekonomisindeki temel esaslardandır. Buradaki adalet, gerek hukuki gerekse iktisadi anlamda, toplumun tüm bireyleri için söz konusu olacaktır.

2.1.1. İslami Finansta Temel Yaklaşım ve Prensipler

İslam'ın vazettiği kuralların amacı, insanların hayatlarını zorlaştırmak, insanların fakirliği paylaşmasını önermek değil, bireysel ve toplumsal olarak, ahlaki ve hukuki sınırlar içinde müreffeh ve yaşanabilir hayat şartları oluşturma şeklinde ifade edilmektedir. Genel bir kabul olarak refah içinde yaşama bir amaç olarak kabul edilmiş ancak servetin belirli ellerde toplanması yasaklanmıştır (Chapra M. U., 1977: 25,26; Kallek, 2018: 62, 63). Bütün bu amaçları gerçekleştirmek için de, İslam ekonomisinin aktörleri, kendilerine sunulan ekonomik olanakları arttırmak, daha güçlü bir ekonomiye ve toplumsal refaha ulaşmak için gayret göstermek sorumluluğundadır.

Elbette bunun için İslam hukukunun izin verdiği tüm ekonomik olanakları kullanmak, yeni müesseseler ve fırsatlar ortaya çıkararak ekonomik gelişime katkı sunma görevi de bulunmalıdır.

Bu genel esaslara istinaden İslami finans alanında geçerli temel ilkeleri, genel bir çerçeve olarak aşağıdaki şekilde ifade etmek mümkündür.

2.1.1.1. Karşılıklı Rıza Prensibi

İslami finans alanında karşımıza çıkan ilk prensip, ticaretin ve buradan elde edilecek kazancın karşılıklı rızaya dayalı olması ve bu anlamda batıl (gayrı meşru) yollarla elde edilen her türlü kazancın yasaklanmasıdır (Bayındır, 2015: 21). Bu kapsamda karşılıklı rızaya dayanmayan ve faiz, rüşvet, hile, hırsızlık, kumar gibi eylem ve işlemler batıl kabul edilmektedir. Buna göre özel amaçlı kurumların her türlü faaliyetinin ya da hukuki işlem ve eylemlerinin, batıl yol ve yöntemlerden olmaması, karşılıklı rıza temeline dayanması gerektiği ifade edilmektedir.

2.1.1.2. Sözleşmelere Riayet Prensibi

Bu prensibin esası taraflarından her birinin, ilgili sözleşmenin hüküm ve şartlarına riayet etmesi ve edimlerini zamanında ve eksiksiz ifa etmesidir. Nitekim Maide Suresinde yer alan "*Ey iman edenler! Akitlerinizi yerine getirin*" (el-Mâide 5/1) mealindeki ayet, bu prensibi emretmektedir. Türk hukukunda da bu ilke ahde vefa (pacta sund servanda) olarak kabul görmektedir.

Bu çerçevede sözleşmelerin ana öğesinin ise sözleşme kurmaya dair irade ile sözleşme içeriği arasında tutarsızlık olmaması olduğu ifade edilmektedir. Buna göre İslam hukukunda sözleşme serbestliği ilkesi geçerli olmakla birlikte, tarafların bir sözleşme akdederken, gerçek iradelerini sözleşmenin lafzına da yansıtmaları gerektiğine işaret edilmektedir. Sözleşmenin lafzı ile tarafların gerçek iradeleri arasında farklılık olduğunda ise Mecelle'nin 2. Maddesinde de ifadesini bulan ilke uygulanacak ve sözleşme, tarafların gerçek iradesine göre yorumlanacaktır (Bayındır, 2015: 27). Bu husus Türk hukukunda da TBK md 19[1] ile düzenlenmiştir.

2.1.1.3. Faiz Yasağı Prensibi

Faiz kurumu, neredeyse ilk ekonomik faaliyetlerle birlikte ortaya çıkmış ve bu andan itibaren de son derece ciddi bir ahlak dışılık olarak görülerek, bütün semavi dinlerde de dini kuralları referans almayan hukuk sistemleri ve felsefi

---

1 Anılan hüküm "Bir sözleşmenin türünün ve içeriğinin belirlenmesinde ve yorumlanmasında, tarafların yanlışlıkla veya gerçek amaçlarını gizlemek için kullandıkları sözcüklere bakılmaksızın, gerçek ve ortak iradeleri esas alınır." düzenlemesini havidir.

görüşlerde de kınanarak yasaklanması önerilmiştir. Faizin tanımı, mahiyeti, yasaklanma nedenleri, ekonomik ve hukuki sonuçlarına ilişkin çok geniş bir literatür bulunmaktadır. Çalışma konumuz itibariyle bu geniş literatür burada tekrar edilmeyecektir.

Ancak konuya ilişkin yaklaşımımızı ifade edebilmek açısından İslam hukukunun faizi kesin olarak yasakladığına işaret etmek gerekir. Dolayısıyla İslami finans alanında faaliyet gösteren bütün kişi ve kurumlar ve çalışma konumuz olan özel amaçlı kurumlar her türlü işlemlerinde, faiz yasağına tam olarak riayet etmekle yükümlüdürler. Aksi durumda yapılan iş ve işlemlerin İslami finans kapsamında olmayacağı kabul edilecektir.

İslam hukukunda faiz, meşru olmayan bir iktisadi işlem olarak yasaklanırken, meşru ve hatta tavsiye edilen sadaka, karz ve bey' gibi işlemlerden ayrılmıştır. Pek çok tanımı bulunmaktaysa da faiz, gerek eylem ve gerekse sonuç açılarından tanımlanması gereken bir kavram olarak ele alınmaktadır. Buna göre doğrudan ya da dolaylı olarak bir gelir sağlama amaçlı kredi işlemi olarak tanımlandığında faizin eylem yönüne; krediden elde edilen getiri olarak tanımlandığında ise faizin sonuç yönüne işaret edilmektedir. Bu şekilde faizin, gerçekleştirilen eylem ve bu eylemden elde edilen gelir olarak kabulü gerektiği, eylem olarak da sonuç olarak da yasaklandığı ifade edilmektedir (Bayındır, 2018: 66).

Faiz özü itibariyle ekonomik faaliyetlerle ilgili daha doğru ifadeyle ekonomik faaliyetler sırasında karşımıza çıkan bir müessesedir. Dolayısıyla İslami finans kurumları, akdettikleri sözleşmeler, tek taraflı taahhütler ve sair hukuki faaliyetlerinde faiz alma ya da ödeme sonucunu doğuracak işlem ve eylemlerden kaçınmakla yükümlüdürler. Bu anlamda özel amaçlı kurumların da sukûk ihraçları kapsamında tarafı oldukları sözleşmelerin, bu ihraçlarda tahsil ettikleri veya tahsiline aracılık ettikleri ve ödedikleri tutarların faiz niteliğinde olmamasını sağlamaları gerekmektedir.

2.1.1.4. Kumar ve Aşırı Belirsizlik (Garar) Yasağı Prensibi

Kaynaklarda kumar; şans ya da tesadüfe bağlı olarak bir tarafın mutlaka kazanç elde ederken, diğer tarafın da kaybıyla sonuçlanan ve tüm taraflar için belirsizlik içeren sözleşme, işlem ya da bahisleşme olarak tanımlanmaktadır. Kumarın da esasında garar içeren, hatta garar unsurunu en aşırı şekilde ihtiva eden işlemlerden olduğu ifade edilmektedir (Bardakoğlu, 2002; Bayındır, 2015: 34-36). Yine reel herhangi bir iktisadi faaliyette bulunmadan, sadece dayanak varlıkların fiyatları, faiz oranları ya da kurları üzerinden spekülasyon yaparak gelir elde edilmesi de, kumar olarak nitelenmektedir (Ayub, 2017: 228).

Garar ise kaynaklarda "sonuç bilinmezliği", "belirsizlik", "tesadüfilik" şeklinde tanımlanmaktadır (Dönmez, 1996; Güney, 2013, s. 62). Bu kapsamda

sözleşmelerin, tarafları zarara uğratabileceği bilinmezlikler içermemesi gerektiği kabul edilmektedir. Kur'an-ı Kerim'de faiz ve kumar açık şekilde yasaklanmışken, garar konusunda bu şekilde bir yasaklama yer almamaktadır. Ancak ayetlerde zikredilen "batıl" kelimesinin kapsamına gararın da girdiği ve İslam hukukçuları arasında gararın batıl kapsamında olduğu hususunda görüş birliği bulunduğu ifade edilmektedir (Dönmez, 1996).

2.1.1.5. Hile ve Aldatma Yasağı Prensibi

Buradaki hile yasağından maksat, aslında yasak olan işlemlerin hile ile dolanılması; kanuna karşı hiledir. Genel olarak meşru kabul edilen "karşılaşılan bir soruna hukukun izin verdiği çözüm yöntemleri bulma" ameliyesinden farklı ve hukuka aykırı bir yöntem olan kanuna karşı hile, sukûk ihraçları gibi karmaşık finansal işlemlerde karşımıza çıkabilmektedir.

Hile-i şeriyye, ortaya çıkan bir soruna İslam hukukunun yasaklamadığı yöntemlerle çözüm bulunması olarak ifade edilmekte, bu kapsamda ilgili soruna dair özel hükmü uygulamak yerine hukukun izin verdiği sınırlar içinde farklı hükümleri uygulayarak meşru sonuçlara ulaşma olarak tanımlanmaktadır. Bu anlamda hile-i şer'iyyenin hukuka uygun olduğu da kabul edilmektedir (Köse S. , 2020: 229-230). Muvazaa ise tarafların gerçek iradeleri ile beyan ettikleri iradeleri arasındaki farklılıktır ve bu farklılık taraflarca bilerek ve istenerek ortaya çıkarılmaktadır. Diğer ifadeyle taraflar dış dünyaya beyan ettikleri sözleşme iradesinin aslında gerçek olmadığı konusunda anlaşma halindedirler ve asıl akdetmek istedikleri sözleşmeye dair gizli bir anlaşma yapmışlardır.

Türk hukukunda da sözleşmelerde muvazaa, tarafların akdettikleri bir sözleşmenin aslında geçerlilik kazanmaması ya da görünürde yaptıkları sözleşmenin değil farklı bir sözleşmenin uygulanması konusunda anlaşmaları olarak tanımlanmaktadır. Bu şekilde tarafların, muvazaa yoluyla üçüncü kişilere karşı gerçek iradelerinden farklı bir görünüş oluşturmayı amaçladıkları ve bu hususta anlaştıkları (muvazaa anlaşması) ifade edilmektedir (Oğuzman & Öz, 2012 :129, 130). Kanuna karşı hile ise çok genel bir tanımla, hukukun izin vermediği bir amaca ulaşmak için meşru araçların kullanılmasıdır. Bu tür bir hilenin ise hukuka uygun olmadığı kabul edilmektedir. Zira kanuna karşı hile uygulamalarında tarafların, şeklen geçerli ya da hukuka uygun bir işlem yapmaktaysa da, aslında bu işlemle hukukun yasakladığı bir sonuca ulaşmak istediklerine ve bu amaçla hile kastıyla hareket ettiklerine işaret edilmektedirler (Köse S. , 2020: 230-232).

2.1.1.6. Diğer Prensipler

Kaynaklarda ayrıca adalet ve dürüst muamele, nezaket, müşteri kızıştırmama (neceş yasağı), açıklık, zorlukların giderilmesi, piyasada serbestlik gibi

iş ahlakı prensipleri ile mülkiyetin ancak kamu menfaati için sınırlanabilmesi ve karaborsacılık, tekelcilik ve haksız rekabetin önlenmesi ilkelerine de işaret edilmektedir (Alkhan, 2016: 54-57; Ayub, 2017: 70-74; Turay, 2019: 209-212).

2.1.2. İslami Finansın Temel Maksatları

İslami finans sisteminde yer alan tarafların ve bu alandaki işlemlerin İslam hukuku kurallarına uygun olması gerekliliği genel bir ilkedir. Bu kurallara dayalı olarak oluşturulan İslami finans sisteminin temel amaçları ortaya konularak, çalışma konumuz olan özel amaçlı kurumların bu amaçlara uygun olup olmadığı ve bu amaçları gerçekleştirmeye elverişli olup olmadığı hakkında bir değerlendirme yapılabilecektir.

Bu bakımdan öncelikle İslami finansın amaçlarının bazı temel özellikleri tespit edilmektedir. Konuya ilişkin kaynaklarda bunlardan ilki, anılan amaçların kanun koymanın temeli olması şeklinde ifade edilmektedir. Buna göre İslam hukukuna dair kurallar belirlenirken, tüm insanlığın menfaatinin sağlanması (celbi menfaat) ve zararlardan korunması (def-i mefsedet) ilkesi gözetilecektir. Bu kapsamda bireyleri, ahlaki açıdan yetiştirerek, toplumsal düzeni, dayanışma ve yardımlaşmayı tesis etmek ve korumak şeklinde genel bir amacın varlığından bahsedilebilir. İkincisi bu amaçlar, belirli bir dönem ya da belirli insan topluluklarına hitap etmemekte, aksine bunların tüm insanlığın menfaatleri için ihdas edildiği kabul edilmektedir. Bu amaçlar, insanlığın hem ibadet hem de muamelat alanındaki tüm eylem ve işlemlerini kapsayıcı niteliktedir. İnsanlığın hayatı süresince karşılaşabileceği sorunların çözümü için ilahi vahiyden elde edilen her türlü standartları, kriterleri, değerleri ve rehberliği ifade etmektedir. İyiliğin teşviki ve kötülükten sakındırma, güvenlik ve barışın tesisi, evrensel ahlaki değerler ve çevrenin korunması gibi alt başlıklar bu kapsamda zikredilebilir. Üçüncü olarak ise bu amaçlar, İslam hukukunun birden fazla kaynağında temelini bulan kesin hükümlerdir. Nihayet ana gayelerden biri de adaleti sağlamaktır. Buradaki adaletin, hukuki, siyasal ya da ekonomik alanlar dâhil olmak üzere toplum düzeninin tamamına şamil olması hedeflenmektedir. Son olarak da maslahatın korunması amacı karşımıza çıkmaktadır (Dusuki & Bouheraoua, 2011: 319, 320; Laldin & Furqani, 2013: 279-281; Zehra, 2014: 315, 318; Ayub, 2017: 44).

Bu sınıflandırmada yer alan maslahatın korunmasına biraz daha yakından bakmak gerektiği kanaatindeyiz. Maslahatın, faydalı olan şeyleri elde etmek (celb-i menfaat) ve zararları olanları ise uzaklaştırmak (def-i mazarrat) olarak tanımlanabileceği ifade edilmektedir (Atar, 2016: 351). Gazzâlî (2019: 469, 470) maslahatı muteber, geçersiz ve mürsel olmak üzere üçe ayırmaktadır. Bunlardan ilki İslam hukukunun muteber saydığı maslahatlardır ve muteber maslahat

kıyastan ibarettir. Nasslara aykırı maslahatlar ise geçersiz maslahatlar olarak tanımlanmaktadır.

Mürsel maslahatlar ise bir anlamda kuvvetlilik açısından da kendi içinde üçe ayrılmaktadır. Bu ayrıma göre mürsel maslahatların birincisi zaruriyat olarak da adlandırılan ve İslam hukukunun korunmasını amaçladığı beş temeli ifade etmektedir. Buna göre dinin, nefsin, aklın, neslin ve malın korunması İslam hukukunun temel amacıdır. Diğer ifadeyle bu beş amacın korunmasına yönelik her şey maslahatı, bunları ortadan kaldırmaya yol açacak şeyler ise mefsedeti ifade eder. Mefsedetlerin de kaldırılması zorunludur. Dolayısıyla bu beş amacın gerçekleştirilmesini sağlamak ya da bu beş esasa zarara veren şeylere engel olmak zaruridir. Mürsel maslahatların ikincisi ise hâciyyâttır. Yukardaki beş esasın korunmasından ziyade, bunlara verilecek zararların önlenmesi ya da bir güçlüğün giderilmesi amaçlı tedbirler olarak tanımlanmaktadır. Bu maslahatlar zorunlu olmamasına rağmen hayatın olağan akışı açısından gerekli olan hususlardır. Üçüncü maslahat türü ise tahsîniyâttır. Bunlar zorunlu olmayan ve kendisine ihtiyaç da duyulmayan maslahatlardır. Zaruret ya da ihtiyaçtan kaynaklanmayan, ancak bir işin en güzel ya da en uygun olanını tercih etme esasına dayalı maslahatlar olarak tanımlanmaktadır. Bu maslahatlara uyulmaması toplumsal düzeni bozmayacak ya da toplum için bir sıkıntı ve güçlük ortaya çıkarmayacak; sadece ideal bir toplum düzeni kurulamamış olacaktır (Atar, 2016: 353-355; Gazzâlî, 2019: 470-472; Zehra, 2014: 321). Anılan maslahatlar esas alınarak İslam hukukunda bazı külli kaideler ihdas edilmiş ve hukuki düzenlemelerin, bu genel kurallara göre yorumlanıp uygulanması prensibi benimsenmiştir.

Çalışmamız açısından bu maslahatlardan "Malın korunması" öne çıkmakta olup, bu konuya biraz daha yakından bakıldığından aşağıdaki hususlar karşımıza çıkmaktadır:

a) İslam hukukunun temel maksatlarından biri olan malın korunması, esasında ekonomi alanının da temel konularındandır. Zira ekonomik faaliyetlerin ana amacı malın korunması temel gayesini gerçekleştirmektir. Diğer ifadeyle İslami finans alanındaki işlemler esasen bireylerin, toplumun ya da devletin malvarlığında meydana gelen veya malvarlığını etkileyen işlemlerdir.

b) Malın, her türlü meşru yöntemlerle korunması, israf yoluyla yok edilmemesi, cimrilikle tüketimden alıkonmaması, yatırıma yönlendirilerek artırılması, karşılıklı rızaya dayalı akitlerle el değiştirmesi İslam ekonomisinin gerçekleştirmeyi amaçladığı hususlardandır. İslami finans kuralları en genel anlamda birey ve toplum açısından malın korunması ilkesi dâhilinde ele alınmalıdır. Bireylerin, birbirlerinin malvarlığı haklarına

tecavüz etmemesi, malların ya da kullanım haklarının ancak ve sadece karşılıklı rızaya dayalı olarak el değiştirmesi, küçüklerin, akıl sağlığı zayıf olanların mallarının korunması, malların onları idare edemeyeceklerin eline verilerek zayi edilmesinin önlenmesi bahse konu ilkelerden bazıları olarak kaydedilmektedir. Yine servetin toplumun belirli gruplarının elinde birikmesinin önlenmesi, malların bireyler ya da toplum grupları arasında dağıtımında adaletin sağlanması ve korunması, toplumun mali kaynaklarının, üretici ve tüketicilerin korunması hususları genel olarak bu kapsamda kabul edilmektedir (Karadâği, 2018: 343, 344).

c) Malın korunması perspektifinden konuya yaklaşıldığında karşımıza kaynakların ve servetin oluşturulması, dağılımı ve tüketilmesi konuları çıkmaktadır. İslami finans, ticari ve finansal faaliyetleri, servetin toplumun tüm katmanları ya da ekonomik sektörler arasında adil bir şekilde dağılmasını ve dolaşmasını sağlayan bir mekanizma olarak değerlendirmektedir. Kur'an-ı Kerim'de aşağıdaki ayetlerde emredildiği üzere servet, toplumun belirli kesimi elinde toplanmamalı, üretim faaliyetlerine tahsis edilmeli, boşa harcanmamalı ve ekonomi dışında saklanarak atıl da bırakılmamalıdır:

Allah'ın (fethedilen) ülkeler halkından Peygamberine verdiği ganimetler, Allah, Peygamber, yakınları, yetimler, yoksullar ve yolda kalmışlar içindir. Böylece o mallar, içinizden yalnız zenginler arasında dolaşan bir devlet olmaz. (el-Haşr 59/7).
Çardaklı ve çardaksız (üzüm) bahçeleri, ürünleri çeşit çeşit hurmaları, ekinleri, birbirine benzeyen ve benzemeyen biçimde zeytin ve narları yaratan O'dur. Her biri meyve verdiği zaman meyvesinden yeyin. Devşirilip toplandığı gün de hakkını (zekatını ve sadakasını) verin, fakat israf etmeyin; çünkü Allah israf edenleri sevmez. (el-En'âm 6/141).
Altın ve gümüşü yığıp da onları Allah yolunda harcamayanlar yok mu, işte onlara elem verici bir azabı müjdele! (el-Tevbe 9/34)

ç) Malın korunması ilkesi çerçevesinde dikkat edilecek bir başka mesele finansal işlemlerin adil ve şeffaf olmasının sağlanmasıdır. Bu kapsamda İslam hukukunun, sözleşme özgürlüğünü ve ahde vefayı esas alan, adil, eşitlikçi ve ahlaki bir düzen öngördüğü ifade edilmektedir. Buna göre toplumunun tümünün menfaatlerini korunarak, toplumun maruz kalabileceği zorlukların ortadan kaldırıldığı ve ticari ya da finansal işlem ve faaliyetlerin de sömürüden, hileden, aldatmadan, zarar vermeden ve karşılıklı hak ve yükümlülükler arası dengesizliklerden ari, adil ve şeffaf olmasını emreden bir sisteme işaret edilmektedir. Herhangi bir iktisadi

> işlemin taraflarının, bu işlemin esaslı unsurları hakkında tam bilgi sahibi olacağı, ihtilafların ve zararın ortaya çıkmayacağı bir şeffaflık söz konusu olmalıdır. Bir anlamda asimetrik bilgiye izin verilmemektedir. Malın korunması ilkesi çerçevesindeki bir diğer başlık mikro ve makro ölçekte adalet ilkesidir. Bu amaç esasen toplumsal düzenin korunmasıyla ilgilidir. Bu amaç doğruluk, dürüstlük, eşitlik, denge, uyum ve ölçülülük kavramlarıyla ifade edilmektedir. Makro ölçekte karşımıza sosyal adalet kavramı çıkmaktadır. Buna göre İslami finans sisteminin servetin dağıtımı, kaynak kullanımında etkinlik, toplumun temel ihtiyaçlarının karşılanması, yoksulluğun önlenmesi ve refahın arttırılması suretiyle iktisadi adaleti temin etmesi beklenmektedir. Mikro düzeyde ise ekonomik işlemlerde hak ve yükümlülüklerde eşitliğin sağlandığı (nimet-külfet dengesi), karşılıklı rızaya dayanmayan işlemlere izin verilmediği, rüşvet, hile, faiz gibi gayri meşru faaliyetlerin yasaklandığı bir iktisadi düzen karşımıza çıkmaktadır (Laldin & Furqani, 2013: 282, 283).

Dolayısıyla İslami finans alanındaki bütün iktisadi faaliyetlerin bu amaçları gerçekleştirmeye elverişli olması ya da birey veya topluma zarar vereceği kabul edilerek yasaklanan sonuçların ortaya çıkmasını engelleyici mahiyette olması gereklidir. Şu halde, bu çalışmamızın konusu olan özel amaçlı kurumların nitelik ve faaliyetleri değerlendirilirken, bu kurumların İslam hukukunun temel amaçlarından olan "malın korunması" ilkesine bir aykırılık oluşturup oluşturmayacağı da dikkate alınmalıdır. Örneğin özel amaçlı kurumların, bir finansal araç olarak kullanılması sırasında temel ilkelere aykırı eylem ya da işlemler gerçekleştirmemesi ve yine bu kurumların taraf olduğu akitlerin aynı ilkelere aykırı olmaması gerekecektir.

2.2. Menkul Kıymetleştirme ve Sukûk Uygulamaları

Çalışma konumuzu, münhasıran sukûk ihraç etmek üzere kurulan özel amaçlı kurumlar oluşturmaktadır. Bu açıdan çalışma bu özel amaçlı kurumların ana faaliyet konusu olan sukûk uygulamaları hakkında kısa bir bilgilendirmeye yer verilecektir.

Sukûk ihracı esasen bir menkul kıymetleştirme işlemidir. Başka bir ifadeyle sukûk ihracı işleminin felsefi ve teorik temeli menkul kıymetleştirme sürecidir. Bu kapsamda önce genel olarak menkul kıymetleştirme süreci aktarılacak ve takiben sukûk uygulamaları kısaca ele alınacaktır.

2.2.1. Sukûk Uygulamalarının Teorik Temeli Olarak Menkul Kıymetleştirme

2.2.1.1. Menkul Kıymetleştirmenin Tanımı

İngilizce literatürde "securitization", olarak ifade edilen menkul kıymetleştirme, günümüz küresel piyasalarında ve Amerika Birleşik Devletleri'ndeki en önemli finansal araçlardan biri olarak ifade edilmektedir (Pearce & Lipin, 2011: 180). Menkul kıymetleştirme, bir tür "*simya*" olarak da tanımlanmaktadır. Zira menkul kıymetleştirme işlemiyle, daha önce var olmayan yeni bir değer yaratıldığı ifade edilmektedir. Buna göre menkul kıymetleştirme, gelir üreten varlıklar ya da varlık havuzları üzerinde bir hak sahipliği oluşturan ya da bunlarla teminatlandırılmış olan öz kaynak ya da borçlanma araçlarının satışı suretiyle, bu varlıklardan kaynaklanacak riskleri azaltma ya da bu riskleri dağıtma ve bu şekilde bahse konu dayanak varlıklara nazaran daha pazarlanabilir ve likit kaynak oluşturma aracı olarak tanımlanmaktadır (Klee & Butler, 2002: 24).

Menkul kıymetleştirme, nakit akımına dayalı bir finansman sağlama yöntemi olarak kabul edildiği gibi mevcut bir proje, emtia ya da alacak şeklindeki varlıkların kıymetli evrak mahiyetinde yatırımcıya sunulması olarak da tanımlanmıştır (Bayındır, 2007: 251; Doğru, 2007: 41).

Bir başka ifadeyle menkul kıymetleştirme, likit olmayan varlıkların daha kolay paraya çevrilebilir finansal senetlere dönüştürülmesi olarak açıklanmaktadır (Alsayyed, 2015 : 99). Diğer bir bakışla menkul kıymetleştirme, belirli varlık veya alacakları dayanak göstererek, bunları temsil eden senetler ihraç etmek suretiyle finansman temini amacıyla gerçekleştirilen işlemler olarak ifade edilmektedir (İnanır, 2017: 34).

Türk hukukunda menkul kıymetleştirme terimine dair bir tanım Bankaların Sermaye Yeterliliğinin Ölçülmesine Ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik'te yer almaktadır. Bu tanıma göre menkul kıymetleştirme:

> *Maruz kalınan bir riskle veya risk havuzuyla bağlantılı kredi riskinin farklı derecelerdeki kredi riskini yansıtan en az iki farklı katmanlı risk pozisyonu veya dilime ayrıldığı, ödemelerin bu riskin veya risk havuzunun performansına bağlı olduğu ve kayıp dağılımının bu dilimlerin sıralamasıyla belirlendiği işlem veya programdır.*

Benzer bir tanıma BDDK'nın yayımladığı Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesine ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik'te de yer verilmiştir.

Bir başka tanım ise Menkul Kıymetleştirmeye İlişkin Risk Ağırlıklı Tutarların Hesaplanması Hakkında Tebliğ'de "işleme konu varlıkların mülkiyetinin kurucu bankanın ödeme yükümlülüğü olmayacak şekilde ihracı gerçekleştiren özel amaçlı şirkete devri" şeklinde yer almaktadır.

2.2.1.2. Menkul Kıymetleştirme Süreci

Bir menkul kıymetleştirme işlemi çok genel olarak aşağıdaki adımlar takip edilerek yürütülmektedir:

a) Menkul kıymetleştirme işlemi yapmak isteyen kuruluş (kaynak kuruluş olarak adlandırılmaktadır), bu işleme dayanak olacak varlıklarını (hak, alacak ya da menkul/gayrimenkuller) seçer ve bunlardan bir havuz oluşturur.

b) Kaynak kuruluş sadece menkul kıymetleştirme amacını gerçekleştirmek amacıyla gerekli "özel amaçlı kurumu" kurar ve tescil ettirir.

c) Özel amaçlı kurumun iflas riskinden uzak kalabilmesi için, kuruluş statüsü ve taraf olduğu sözleşmelerle faaliyetleri sınırlanır; menkul kıymetleştirme amacı dışında borç ve taahhüt altına girmesini ya da ödemelerini aksatarak temerrüde düşmesini önleyecek düzenlemeler yapılır. Hukuk düzenlerinin izin verdiği hallerde; kurucular (hissedarlar) ve yatırımcılardan, özel amaçlı kurumların iflaslarının talep edilmeyeceğine dair taahhütler alınabilmektedir.

ç) Menkul kıymetleştirilecek varlık havuzunun değerlemesi yaptırılarak, yatırımcılara sunulabilecek bir kredi notu temin edilir.

d) Kaynak kuruluşun oluşturduğu varlık havuzu, özel amaçlı kuruma devredilir. Varlık havuzunun borç ve yükümlülüklerinden sorumluluk ya da özel amaçlı kuruluşun iflas riskinden korunup korunmayacağı, bu devrin bir "gerçek satış" olup olmamasına göre değişebilecektir.

e) Özel amaçlı kurum bu varlıklara dayanarak menkul kıymet ihracını gerçekleştirir ve ihraç kapsamında yatırımcılardan (menkul kıymetleri satın almayı taahhüt edenlerden) tahsil ettiği tutarı, dayanak varlıkların devir bedeli olarak kaynak kuruluşa öder.

f) Özel amaçlı kuruma devredilen varlık havuzunun getirileri, ihraç edilen menkul kıymetleri satın alan yatırımcılara ödenir.

g) Konvansiyonel finans alanında gerçekleştirilen menkul kıymetleştirmelerde, yatırımcılara aktarılacak nakit akımlarının farklı tertipler (tranche) halinde düzenlenerek, aynı ihraç içinde çeşitli yatırımcılara farklı sıra ya da oranlarda ödeme yapılabilmekte ya da aynı ihraca konu menkul kıymetlerin getiri ve riskleri farklı şekillerde düzenlenebilmektedir.

ğ) İhracın belirlenen vadesi sonunda, varlık havuzu kaynak kuruluşa geri devredilerek, kaynak kuruluştan tahsil edilen devir bedeli ile menkul kıymetler itfa edilir.

2.2.1.3. Menkul Kıymetleştirmenin Amacı

Menkul kıymetleştirmeye ilişkin teori ve uygulamaya bakıldığında bu işlem sürecinin, bir finansal kuruluş üzerindeki kredi riskinin, ihraç edilen menkul kıymetleri satın alanlara aktarılarak riskin dağıtılması ve bu sayede anılan finansal kurum üzerinde bir risk yoğunlaşmasının önlenmesi amacına hizmet ettiği söylenmektedir. Bunun da aslında, finansal kuruluşun likit olmayan varlıklarını, nakit varlıklara dönüştürmesini sağladığı, banka dışı finansal kuruluşlardan kredi temin edilebilmesine ve genel olarak ekonomik genişlemeye hizmet ettiğine işaret edilmektedir. Bir başka açıdan ise menkul kıymetleştirmenin, işleminin tüm taraflarının çeşitli menfaatlerine hizmet ettiği ifade edilmektedir. Bu kapsamda varlığa dayalı menkul kıymetleştirmelerde yatırımcılar, muadil ürünlere nispeten yüksek getirili ve daha güvenli bir yatırım aracına daha az maliyetle sahip olabilmektedir. Menkul kıymet ihracının kaynak kuruluşu ise yatırımcılarına sunduğu bu rekabetçi sermaye piyasası ürünü sayesinde, daha uzun vadeli finansman kaynaklarına daha az maliyetle erişme, farklı finansman kaynaklarına ulaşma ve yatırımcı tabanını genişletme olanağı bulmaktadır. Yine kaynak kuruluş, menkul kıymetleştirme ile riskli varlıklarını bilançosundan çıkarabildiği hallerde, diğer finansman müracaatlarını daha az maliyet ve daha uygun şartlarla yapabilme olanağına da kavuşabilmektedir (Golden & Hughes, 2018: 7, 8; Pearce & Lipin, 2011: 186-190).

2.2.1.4. Menkul Kıymetleştirmenin Kökeni ve Gelişimi

Menkul kıymetleştirme işlemlerine dair kaynaklarda bu işlemlerin ilk örneklerine uzun yüzyıllar önce de rastlandığına işaret etmektedir. Bu bölümde anılan süreçle ilgili kısa bilgi verilecektir.

a) Dünyada Gelişimi

Kaynaklara göre Avrupa'da menkul kıymetleştirmenin kökenleri, Ortaçağ İtalyan şehir devletlerine kadar gitmektedir. Buna göre Cenova şehir devletinin finansman ihtiyacı için kurulan "*compera*" isimli birlik vasıtasıyla fon toplanmış ve bu fonlar ile faizlerinin ödenmesi için de şehrin vergi gelirleri dayanak gösterilmiştir. Bu işlemlerin 1432 yıllarına kadar geriye gittiği ve modern menkul kıymetleştirmelere benzerliği itibariyle, bu kurumun ilk örneği olduğu kaydedilmektedir. 1695 tarihinde ortaya çıkan "*negotiate veya plantasyon kredisi*" uygulaması da ipotek teminatlı menkul kıymetleştirmelerin öncüsü olarak ifade edilmektedir. Yine, ipotek teminatlı senetler de, Amerika Birleşik Devletleri'nde 1900'lerden önce satılmaya başlanmış; bu tarihten sonra ipotek teminatlı menkul kıymetler de ortaya çıkmış ve 1930'lara (Büyük Buhrana) kadar işlem görmüştür. Amerika Birleşik Devletleri dışında Prusya'da da ipotek teminatlı senetlerin 200 yıl öncesine kadar uzanan bir tarihi olduğu ifade edilmektedir (Skarabot et al., 2001: 4).

Menkul kıymetleştirmenin borç satımı yönü açısından ele alındığında ise kökenlerinin M.Ö. 1400'lere kadar uzandığı ve Asur ve Sümer pazarlarında borç senetlerinin ticaretinin yapıldığı da kaydedilmektedir (Bayındır, 2007: 252).

Modern anlamda varlığa dayalı menkul kıymetleştirme işlemlerinin ise 1970'lerin son döneminde Amerika Birleşik Devletleri'nde ipotek teminatlı menkul kıymetleştirmelerle başladığı kaydedilmektedir. 1980'lerden itibaren bankacılık sektöründeki yoğun rekabet nedeniyle kârlılıkların azalması sonucu yeni kredi yöntemleri arayışlarının başladığı ve buradan da menkul kıymetleştirmenin ortaya çıktığı ifade edilmektedir. Buna göre, Government National Mortgage Association ("Ginnie Mae"), Federal Housing Administration and Veterans Administration tarafından kullandırılan ipotekli kredilerini dayanak alarak, ipotek teminatlı menkul kıymet ihracını gerçekleştirmiştir. Bu kapsamda özel amaçlı kurumların Amerikan ekonomisine olan büyük katkısı nedeniyle "*en önemli hukuki ve ticari yenilik*" olarak dahi tanımlandığı görülmektedir (Iacobucci & Winter, 2005; Pearce & Lipin, 2011: 180; Skarabot et al., 2001: 4).

Bundan sonra konut kredileri, ticari krediler, araç kredileri, kredi kartı alacakları, finansal kiralamalar, öğrenci kredileri, fikri mülkiyet hakları ve diğer alacak türlerinin menkul kıymetleştirilmesinin ortaya çıktığı ve en son bu sürece taksi sürücü belgeleri, ödenmemiş emlak vergileri ve hatta müzik eserleri üzerindeki hakların da dâhil edildiği ifade edilmektedir. Bütün bu varlıklardan elde edilen gelirlerin, bir "asset backed securitization (varlığa dayalı menkul kıymetleştirme)" sürecinde kullanıldığı kaydedilmektedir (Pearce & Lipin, 2011: 180).

Menkul kıymetleştirme yoluyla kaynak kuruluş, yüksek kredi notu alabilen varlıklarını menkul kıymetleştirme sürecine dâhil ederek, daha az maliyetli finansman sağlayabilmektedir. Aynı zamanda dayanak varlıkların ve bunlara ilişkin borçlar/yükümlülüklerin kaynak kuruluşun bilançosundan da çıkarılabildiğine işaret edilmektedir (A.g.e.: 187). Yine menkul kıymetleştirmenin, çeşitli riskleri azalttığı için son derece yaygın hale geldiği hipoteziyle yapılan bir modelleme çalışmasında, menkul kıymetleştirmenin, firma değerliği açısından en uygun seçim olacağı sonucuna ulaşmıştır (Skarabot et al., 2001: 24). Ayrıca menkul kıymetleştirme yoluyla yatırımcı tabanının genişletilmesi ve çeşitlendirilmesi de mümkün olabilmektedir.

Hemen fark edileceği üzere, özel amaçlı kurumların menkul kıymetleştirme sürecinin temel öğelerinden biri olmasının altında yatan hukuki ve finansal gerçek, işleme konu finansal varlıkların kaynak kuruluştan ayrılabilmesini temin etmesidir. Özel amaçlı kurum, gerek kuruluş statüsü ve gerekse kaynak kuruluş ile akdedeceği sözleşmelerde, bahse konu finansal varlıkların kaynak kuruluştan ayrılmasını sağlayabildiği ölçüde, menkul kıymetleştirmenin amacına ulaşması mümkün olacaktır.

b) Türkiye'de Gelişimi

Konuya Türk hukuk ve iktisat tarihi açısından bakıldığında özellikle Osmanlı İmparatorluğu'ndaki iktisadi kurum ve uygulamaların zengin ve kapsamlı bir yer işgal ettiği görülebilmektedir. Vakıflar, lonca teşkilatı, malikâne ve esham sistemlerinin devletin ve özel hukuk kişilerinin finansman temininde kullanılan yöntemler olduğu söylenebilir. Türk hukuk ya da iktisat tarihi açısından menkul kıymetleştirme işleminin Osmanlı İmparatorluğu'nun önemli bir iç borçlanma aracı olan "esham" sistemine kadar geriye götürülebileceği kanaatindeyiz. Bu sistemde, mukataa adı verilen vergi kaynaklarından bazılarının, yıllık toplam getirileri paylara ayrılarak, özel şahıslara muaccele adı verilen peşin bedel karşılığı satılmaktadır. Diğer ifadeyle devlet, bir vergi kaynağının gelirlerini dayanak göstererek, özel kişilerden peşin finansman temin etmiş olmaktadır (Genç, 2017: 184). Modern menkul kıymetleştirme uygulamalarının Türkiye'de mevzuat düzenlemelerine konu olması, 1992 yılında Sermaye Piyasası Kanununa eklenen 13/A maddesiyle gerçekleşmiştir. Bunun ardından, SPK tarafından 31.07.1992 tarihinde Seri: III No. 14 sayılı Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği yayımlanmış ve bu tebliğ 27.08.2008 tarihli 26980 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:3 No: 35 sayılı Varlık Finansmanı Fonlarına Ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ ile yürürlükten kaldırılmıştır. Daha sonra 4/8/2007 tarihli ve 26603 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: III, No: 34 sayılı Konut Finansmanı Fonlarına Ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'de aynı konudaki gelişmelerdendir. Ancak bu mevzuat düzenlemelerinin, uygulama tarafından takip edilmediği ve Türkiye'de menkul kıymetleştirme uygulamalarının, buna dair mevzuata koşut olarak yayılmadığı da ifade edilmektedir (Bayındır, 2007: 253; Doğru, 2007: 266-268). Çalışma konumuz açısından, sukûk ihracı için kurulan özel amaçlı kurumların mevzuata dâhil olması ise 2010 yılında söz konusu olmuştur. Sermaye Piyasası Kurulunun 01/04/2010 tarihli ve 27539 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan, Seri: III, No: 43 sayılı Kira Sertifikalarına Ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği bu konuda ilk mevzuat düzenlemesidir.

Türkiye'de faizsiz finans alanında kullanılan menkul kıymetleştirme ürünlerinin geçmişinin ise 1975 tarihinde kurulan Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası (DESİYAB) ile başladığı (günümüzde Türkiye Kalkınma Bankası unvanıyla faaliyetlerine devam etmektedir) ve 1980'li yıllardan itibaren de çeşitli menkul kıymet türlerinin ortaya çıktığı ifade edilmektedir. Bu anlamda 1984'te ortaya çıkan Gelir ortaklığı senetleri (GOS) ile kâr zarar ortaklığı belgeleri (KOB), 2009 yılında gelire endeksli senetler (GES), 2010 yılında kira sertifikaları ve

2013'te gayrimenkul yatırım sertifikaları bu gelişmelere örnek gösterilmektedir (Bayındır, 2021: 28, 29). Bunlara ilave olarak SerPK'ya 2020 yılında ilave edilen projeye dayalı menkul kıymetler de aynı gelişme sürecinin sonraki adımları olarak değerlendirilebilecektir.

Bu noktada, sukûk ihracı işlemini teknik olarak bir menkul kıymetleştirme olarak kabul etmeyen bir görüş olduğuna da işaret etmek gerekir. Bu görüşe göre menkul kıymetleştirmenin iki temel özelliği bulunmaktadır: a) faizli varlıklara dayanma ve b) dayanak varlıkların gerçek bir satışla bilanço dışına çıkarılması. Oysa öncelikle sukûk ihracının faizsiz bir yapıda kurgulanması ve özellikle asset-based yapısında, dayanak varlıkların gerçek satışla bilanço dışına çıkarılmaması nedenleriyle, sukûk işlemi bir menkul kıymetleştirme olarak değil yapılandırılmış finansman (*structured finance*) süreci olarak kabul edilmesi gerektiği ifade edilmektedir. Bu sürecin özelliği ise İslami finans esaslarına dayanma şeklinde aktarılmaktadır (Aktaş, 2016: 9). Kanaatimizce sukûk işleminin menkul kıymetleştirme olarak kabulüne bir engel bulunmamaktadır.

2.2.2. Sukûkun Tanımı

Sukûk, terim olarak Arapça sakk (الصكّ) kelimesinin çoğuludur ve esasen Farsça'dan Arapça'ya geçtiği kaydedilmektedir. Sakk ise bir hak, yükümlülük ya da varlığı temsil eden belge ve finansal bir terim olarak da menkul kıymet ya da finansal sertifika olarak tanımlanmaktadır (Bayındır, 2021: 64, 65; Cebeci, 2019). Bayındır (2021: 65) sukûku "bir varlık veya menfaatin mülkiyeti ile birlikte risk ve getirisindeki ortaklığı temsil eden mislî (standart) nitelikteki belgeden ibaret menkul kıymet" olarak tanımlamaktadır. AAOIFI'nin 17 nolu Yatırım Sertifikaları (Sukûk) Standardı (Sukûk Standardı) yatırım sertifikalarını, mevcut bir mal, menfaat ya da hizmet şeklindeki varlıklar ya da özel bir proje üzerinde eşit oranda pay sahipliğini gösteren belge olarak tanımlamıştır (AAOIFI, 2019: 460).

Türkiye uygulamasında piyasa aktörleri tarafından çoğunlukla sukûk terimi kullanılmaktaysa da, Türk hukukunda bu belge SerPK ve KST metinlerinde "kira sertifikası" olarak düzenlenmiştir. Bu kapsamda SerPK'da kira sertifikası, varlık ve hakların finansmanını temin etmek amacıyla ihraç edilen ve sahiplerine bu varlık ya da hakların sağladığı gelirler üzerinde hissesi oranında hak sahipliği sağlayan sermaye piyasası aracı seklinde tanımlanmaktadır. KST'de ise kira sertifikaları benzer şekilde varlık ya da hakların finansmanı için ihraç edilen ve bunların getirileri üzerinde hak sahipliği olanağı veren menkul kıymetler olarak tanımlanmaktadır.

Ancak Türk hukukunda sukûk teriminin kullanımı tamamen terkedilmiş değildir. FFMS 33 Sukûk, Pay ve Benzeri Araçlara Yapılan Yatırımlar düzenlemesinde ve FFMS 34 Sukûk Sahipleri İçin Finansal Raporlama standardında sukûk

terimi kullanılmakta ve bu terim "maddi varlık, kullanım hakkı, hizmetler ve belirli projelerin ve özel yatırım faaliyetlerinin sahipliğine ilişkin bölünmemiş payları temsil eden eşit değere sahip sertifika" şekilde tanımlanmaktadır.

2.2.3. Sukûk Türleri

Günümüzde sukûk ihraçları çeşitli açılardan sınıflandırılmaktadır. Bu sınıflandırma konuya ilişkin eserlerde çeşitli şekillerde karşımıza çıktığı gibi bu alanda standart ya da prensipler ortaya koyan uluslararası kuruluşların değerlendirmeleri de bulunmaktadır.

Konuyla ilgili kaynaklarda, sukûk ihracında kullanılan sözleşme türleri (murabaha, icâre, ortaklık) ya da dayanak varlıkların türleri (mal, menfaat, endeksler) gibi kıstaslara dayalı ayrımlar yapılmaktadır (Durmuş, 2010: 145, 146; Sümer, 2020: 30). İslami finans alanında sukûk ihraçlarına ilişkin her ülkenin iç hukuk düzenlemelerine göre işlem tesis edilmekteyse de günümüzde bu ihraçların İslam hukukunun temel kurallarına uygun bir şekilde gerçekleştirilebilmesi için çeşitli uluslararası kuruluşlar tarafından belirlenen kural ya da standartlar bulunmaktadır. Bunlar arasında en temel standartlar IFSB ve AAOIFI tarafından yayımlanan sukûk standartlarıdır. Türk hukukunda ise sukûk ihraçlarına dair kurallar ve sukûk türleri SerPK, KST ve KFBYK hükümleriyle düzenlenmiştir. Konuyla ilgili aşağıda önce uluslararası standartlar ve ardından Türk hukukundaki düzenlemelere kısaca yer verilecektir.

2.2.3.1. IFSB Standartlarında Sukûk Türleri

Bu kurumlardan ilki Islamic Financial Services Board (IFSB)'dur. IFSB'nin 2005 tarihinde yayımladığı 2 nolu Standardında sukûk iki temel gruba ayrılmaktadır. Bunlar a) Selem, istisna ve icare sukûk ihraçlarını kapsayan asset based sukûk ve b) Getirinin, kar/zarar ortaklığının paylaşılmasından elde edildiği mudarebe ve müşareke gibi ortaklığa dayalı equity based sukûktur (IFSB, 2005: 47). IFSB'nin bu standardı İslami finans kurumlarının sermaye yeterliliğine ilişkin olduğundan, burada sukûk türlerinden ziyade sermaye yeterliliği konusu düzenlenmektedir.

IFSB 2009 yılında ise sukûk ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarına özel bir sermaye yeterliliği standardı olan 7 Nolu Capital Adequacy Requirements For Sukûk, Securitisations And Real Estate Investment standardını yayımlamıştır. Anılan standarda göre sukûk (sakk kelimesinin çoğulu olarak), bir ticari girişim (mudarebe gibi), maddi varlıkların ağırlıkta olduğu bir varlık havuzu ya da maddi varlıklar üzerinde bölünemez ve hisseli mülkiyeti temsil eden sertifikalardır ve IFSB'ye göre çoğunlukla "İslami tahviller" olarak adlandırılmaktadır. IFSB'nin 7 Nolu Standardına göre sukûk, "asset based sukuk", "kaynak kuruluşun geri alım taahhüdünü içeren asset based sukûk" ve "'Pass through' asset based sukûk" olarak üç ana gruba ayrılmaktadır (IFSB, 2009: 3-4).

2.2.3.2. AAOIFI Standartlarında Sukûk Türleri

Sukûk ihraçlarına ilişkin uluslararası alanda kabul gören kuralların başında AAOIFI tarafından yayımlanan standartlar gelmektedir. AAOIFI tarafından yayınlanan Faizsiz Bankacılık Standartları'nın 17 nolu standardı, Yatırım Sertifikaları (Sukûk) başlığı altında düzenlenmiştir.

AAOIFI, bir mal, menfaat ya da hizmet şeklindeki varlıkları birbirine eşit paylara bölerek, bu payları temsil eden sertifikalar ihraç etmek suretiyle menkul kıymetleştirme işlemi yapılmasının mümkün olduğuna işaret etmektedir (AAOIFI, 2019: 465). Sukûk Standardına göre sukûk ihracını, herhangi bir şirket, gerçek kişi, kamu kurumu, devlet veya finansal kurum gerçekleştirebilecek ya da bu kişi ya da kurumlar ihraç işlemlerini yürütmek üzere aracı kurumlarla da çalışabileceklerdir (A.g.e. : 483). AAOIFI'nin konuya ilişkin standardı incelendiğinde, sukûk ihracı için bir özel amaçlı kurum ihdasını zorunlu görmediği anlaşılmaktadır. Ancak günümüz ulusal ya da uluslararası sukûk ihraçlarının tamamında, işlemlerin bir özel amaçlı kurum üzerinden yürütüldüğü bilinmektedir. Bu açıdan standart hükümlerinin önemi, ihracı gerçekleştiren, kaynak kuruluş ve yatırımcılarla akdi ilişkileri kuran ve yöneten özel amaçlı kurumların uyması gereken prensipleri belirliyor olmasıdır. Bu prensipler de bize, her bir ihraç türü açısından özel amaçlı kurumların konum ve fonksiyonlarını gösterebilmektedir.

AAOIFI'nin Sukûk Standardına göre birbirinden farklı hukuki işlemlere dayalı olarak sukûk ihraç edilebilmektedir. Bunlar kısaca aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

a) Varlıkların Mülkiyetine Dayalı Sukûk

Bu ihraçta özel amaçlı kurum, kaynak kuruluşa ait varlıkları kendi adına ve yatırımcılar hesabında satın almaktadır (A.g.e. : 461, 466). Dolayısıyla burada özel amaçlı kurum, dayanak varlıkları satın alırken, yatırımcıların vekili olarak hareket etmektedir. Şu halde özel amaçlı kurumun, öncelikle vekil olarak işlem tesis etme ehliyetini haiz olması ve ilave olarak da kendi adına hukuki işlemler yapma ehliyetinin bulunması gerekecektir. Özel amaçlı kurumun bu işlem adımlarındaki bir başka rolü de yatırımcılardan tahsil edilen tutarların, kaynak kuruluşa aktarılması şeklinde karşımıza çıkmaktadır.

b) Varlıkların Menfaatine Dayalı Sukûk

AAOIFI standartlarında, menfaat sahipliğini temin eden sukûk türleri; mevcut veya nitelikleri belirlenmiş (zimmette mevsuf) malların menfaatine sahip olmayı, şahsen belirlenmiş ya da sadece özellikleri belirlenmiş (zimmette mevsuf) bir tarafın vereceği hizmetlerin mülkiyetini iktisap etmeyi temin eden sertifika ihraçları şeklinde ifade edilmektedir (AAOIFI, 2019: 461, 462). Tüm bu

ihraç türlerinde, ihracı gerçekleştiren özel amaçlı kurum, dayanak varlıkların menfaatini kendi adına ve yatırımcılar hesabına iktisap etmektedir. Bu açıdan menfaat elde etme ve temsil ehliyetine sahip olması gerekmektedir.

İcâre sukûk yapısında, özel amaçlı kurumun fonksiyonu, dayanak varlıkların kaynak kuruluştan satın alınması amacıyla sukûk ihracı, ihraç bedeliyle varlığın satın alınması ve yönetilmesidir. Özel amaçlı kurum bu kapsamda, yatırımcılardan tahsil ettiği ihraç bedeli ile dayanak varlığı satın aldıktan sonra kaynak kuruluşa ya da üçüncü kişilere kiraya vermektedir. Kira bedelleri yine özel amaçlı kurum tarafından tahsil edilerek sukûk yatırımcılarına dağıtılacaktır. Görüldüğü üzere özel amaçlı kurum burada kira gelirlerinin tahsili ve kiralanan varlık üzerinde şayi hak sahibi olan sukûk hamillerine bu bedeli ödeme görevini de ifa etmektedir.

c) Selem Sözleşmesine Dayalı Sukûk

Bu ihraç türünde de yatırımcılar selem sözleşmesine konu olan dayanak varlıkların paylı mülkiyetini kazanmış olmaktadır (A.g.e. : 467). Özel amaçlı kurumların bu sukûk türünde iki temel fonksiyonu bulunmaktadır. Öncelikle özel amaçlı kurum, sukûk yatırımcıları ile finansmana ihtiyaç duyan kaynak kuruluş arasındaki nakit akışını organize etmekte, sukûk yatırımcılarından tahsil ettiği ihraç bedelini, selem akdinde belirlenen satış bedeli olarak kaynak kuruluşa aktarmaktadır. Özel amaçlı kurumun ikinci önemli fonksiyonu ise dayanak varlığın mülkiyetini sukûk yatırımcıları adına elinde tutmaktır. Yine özel amaçlı kurum, dayanak varlığın paraya çevrilmesi sürecini de yöneterek, buradan elde edilen tutarı sukûk yatırımcılarına aktarmaktadır.

ç) İstisna Sözleşmesine Dayalı Sukûk

İstisna sukûk ihracında yatırımcılar imal edilecek bir mal üzerinde paylı mülkiyet iktisap etmek üzere sukûk satın almaktadırlar (A.g.e. : 467). Bu sukûk türünde özel amaçlı kurum, yatırımcılardan tahsil edeceği ihraç bedelini bir eser üretilmesi ve kendisine teslim edilmesi amacıyla fon kullanıcıya aktaracaktır. Vade sonunda üretilecek eser, kiralama ya da satış işlemlerine konu edilerek yatırımcıların sukûk ihracından beklediği getiri ödenecektir. Şu halde burada özel amaçlı kurum, bir eser sözleşmesinin iş sahibi ya da ana yüklenicisi olma fonksiyonu yanında yatırımcıların vekili ya da temsilcisi olarak eser sözleşmesine konu projenin yürütülmesini ve getirilerinin tahsili fonksiyonlarını da icra edecektir.

d) Murâbaha Sözleşmesine Dayalı Sukûk

Bu ihraç türünde sukûk ihraç eden, yatırımcılardan tahsil ettiği tutar ile dayanak varlığı satın almakta ve bu suretle yatırımcılar varlık üzerinde paylı mülkiyet hakkı kazanmış olmaktadır. Yatırımcılar, ihraca dayanak varlık

üzerinde bir mülkiyet hakkı iktisap edecekler ve dolayısıyla bu malın üçüncü kişiye satışından elde edilecek satış bedelinin, payları oranında sukûk yatırımcılarına ödenmesi gerekecektir (A.g.e. : 468).

e) Ortaklık Sözleşmelerine Dayalı Sukûk

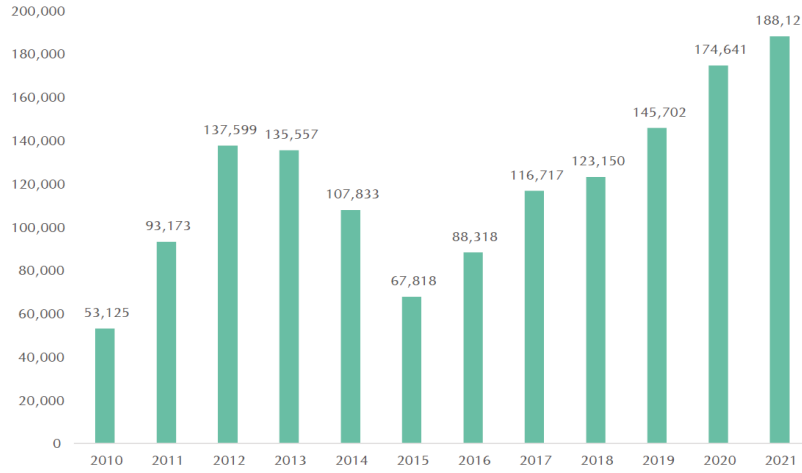
AAOIFI, ortaklık sözleşmelerine dayalı sukûk ihracına ilişkin düzenlemesinde, müşâreke, mudârebe ve yatırım vekâletine dayalı sukûk ihraçlarını, ortaklık sözleşmesine dayalı ihraçlar olarak sınıflandırırken; müzâraa, müsâkat ve müğârese şeklinde kurulan zirai ortaklıkları ise ayrı sukûk türleri olarak ifade etmektedir. Sukûk Standardında bu sukûk türü, ortaklık sözleşmesine dayalı olarak ihraç edilen sertifikalar için yatırımcılardan temin edilen fonu, bu ortaklığın konusunu oluşturan proje ya da iktisadi faaliyetleri veya tarım faaliyetlerini finanse etmek için kullanma amaçlı sukûk olarak tanımlanmaktadır (A.g.e. : 463-470). Bu ihraç türlerinde özel amaçlı kurum, yatırımcıların vekili ya da temsilcisi olarak ortaklığa sermaye sahibi sıfatıyla katılmaktadır. Teorik olarak özel amaçlı kurumun, fon kullanıcının projesine kendi sermayesi ile de katılarak yatırımcılar ile arasında bir müşareke akdi kurması mümkündür. Ancak sukûk işleminin amacı ve uluslararası sukûk ihraç pratikleri açısından bu yönteme başvurulmadığı tespit edilmektedir. Özel amaçlı kurumun, ihraç gelirlerini yatırdığı proje ya da varlıktan elde edilecek gelirler, sermayedarlar arasında paylaşılmaktadır.

AAOIFI'nin dercettiği ilkelere göre, özel amaçlı kurum, dayanak varlıklar ya da bunların menfaatleri üzerinde eşit mali hak ve yükümlülükler doğuran menkul kıymetler ihraç edecektir. Özel amaçlı kurumların ihraç ettikleri sukûk, bunları satın alan yatırımcıların özel amaçlı kurumların zimmetinde bir alacaklarını temsil etmeyecek, bunun yerine ihraca dayanak olan varlık, hak ya da menfaat üzerinde ortaklık paylarını gösterecektir. Özel amaçlı kurumlar, bu ihraçlara ilişkin sözleşmelerinde İslam hukukunun ilke ve prensiplerine uygun hareket etmekle yükümlüdür (A.g.e. : 465).

Bütün bu ihraçlarda özel amaçlı kurum, aynı zamanda yatırım sertifikalarını satın alan yatırımcıların vekili ya da temsilcisi olarak da hareket etmektedir. Zira özel amaçlı kurum, yatırımcılardan tahsil ettiği tutarlarla, yatırımcıları temsilen dayanak varlıkları satın almakta, kiralamakta, ürettirmekte ya da ihraç gelirlerini sermaye olarak koymak suretiyle ticari ya da tarım ortaklıklarına girmektedir. Özel amaçlı kurumun, kaynak kuruluş ya da fon kullanıcılar karşısındaki statüsü ise ihracın türüne ve ihraca dayanak sözleşme tipine göre değişmektedir.

Yukarıda zikredilen standartlar kapsamında dünya genelinde gerçekleştirilen sukûk ihraçlarına ilişkin araştırma raporları incelendiğinde, sukûk

uygulamalarının son derece yaygın ve geniş hacimli finansal işlemler olduğu tespit edilebilmektedir. Nitekim International Islamic Finance Market (IIFM) tarafından Ağustos 2022'de yayımlanan Sukûk Raporuna göre, Ocak 2001-Aralık 2021 döneminde tüm dünyada gerçekleştirilen sukûk ihraçlarına ilişkin bilgiler aşağıdaki şekilde gösterilmiştir.



Şekil 2.1: Uluslararası Sukûk İhraçları
Kaynak: IIFM (2022: 29)

Şekildeki ihraç tutarları, vade ve para birimi ayrımı yapılmaksızın, milyar Amerikan Doları olarak gösterilmektedir. IIFM'in Sukûk Raporunda 2021 yılında toplam global ihraç tutarı 188,121 milyar Amerikan Doları olarak açıklanmıştır. Raporda bu rakamın 2001 yılından bugüne kadar yapılan en yüksek ihraç tutarı olduğuna işaret edilmektedir. Raporda toplam Global Sukûk İhraçları tutarının ise 1,6 Trilyon Amerikan Dolarına ulaştığı tespit edilmektedir.

İSEDAK'ın 2019 tarihli "İslami Sermaye Piyasalarında Sukûkun Rolü" başlıklı çalışmasına göre sukûk ihraçları, hemen hemen tüm Körfez ülkelerinde, Amerika Birleşik Devletleri'nde, Uzakdoğu'da Malezya ve Endonezya gibi İslami finans uygulamalarının yaygın olduğu ülkelerin yanında, Bangladeş, Brunei, Japonya, Güney Kore, Hong Kong'da; Afrika'da Nijerya, Senegal, Togo, Gambiya, Fildişi Sahilleri ve Güney Afrika'da; Avrupa'da, Birleşik Krallık, Lüksemburg, Fransa ve Almanya'da karşımıza çıkan önemli ve yaygın bir finansal araçtır (İSEDAK, 2019: 16, 17).

Dünyadaki sukûk ihraçlarında, klasik menkul kıymetleştirme işleminde olduğu gibi, ihracın en önemli aktörlerinden birisi hiç kuşkusuz çalışmamızın konusunu oluşturan özel amaçlı kurumlardır. Yukarıda istatistikleri verilen

ihraçların tamamı, farklı isimler altında olsa da, bu ihraçlar için kurulmuş bulunan özel amaçlı kurumlar aracılığıyla gerçekleştirilmiştir. Dolayısıyla bahse konu özel amaçlı kurumlar, gerek devletler gerekse firmalar için önemli bir finansman temin aracısı olarak faaliyet gösteren ve önemi her geçen gün artan bir sermaye piyasası kurumu olarak karşımıza çıkmaktadır.

2.2.3.3. Türk Sermaye Piyasası Mevzuatında Sukûk Türleri

SPK tarafından yayımlanan KST hükümlerine göre ihraç edilebilecek sukûk türleri "kira sertifikası" adı altında aşağıdaki şekilde tarif edilmektedir.

a) Sahipliğe Dayalı Kira Sertifikaları

KST'nin 5. Maddesine göre bu ihraçlar, kaynak kuruluşun varlık ya da haklarının VKŞ tarafından devralınması amacıyla gerçekleştirilmektedir. VKŞ, öncelikle ihraç bedeli ile anılan varlık veya hakları devralacaktır. Daha sonra bunları kaynak kuruluş ya da üçüncü kişilere kiralayacak veya VKŞ lehine yönetilecektir. Bu tür kira sertifikası ihracında, dayanak varlıkların mülkiyetinin ya da hakların sahipliğinin Türk hukukunda düzenlenen şekil ve esaslara göre VKŞ'ye devredilmesi gerekmektedir. Bu anlamda VKŞ, dayanak varlık ve haklar üzerinde doğrudan tasarruf yetkisini haiz kılınmalıdır. Buna bağlı olarak ihraca dayanak gösterilecek varlık ya da haklar üzerinde üçüncü kişiler lehine, yatırımcıların menfaatine aykırı olacak şekilde herhangi bir hak ya da takyit tesis edilmemiş olmalıdır. Bu ihraç, uluslararası uygulamada "asset backed (varlığa dayalı)" sukuk olarak ifade edilen türe karşılık gelmektedir.

b) Yönetim Sözleşmesine Dayalı Kira Sertifikaları

Bu tür kira sertifikaları, KST'nin 6. Maddesinde düzenlenmiştir. Burada kaynak kuruluşun varlık ve hakları yine ihraca dayanak olarak kullanılmakta ancak sahipliğe dayalı kira sertifikalarından farklı olarak bunların mülkiyeti VKŞ'ye devredilmemektedir. Burada kaynak kuruluş ile VKŞ arasında akdedilen sözleşme ile anılan dayanak varlık ve haklarının vade süresince kiraya verme de dâhil olmak üzere kaynak kuruluş tarafından VKŞ lehine yönetilmesi, bu yönetim kapsamında elde edilecek gelirlerin VKŞ'ye aktarılması hususları düzenlenmektedir. Yine taraflar arasındaki sözleşmede VKŞ'nin elde edeceği gelirin nasıl hesaplanacağı ve nasıl ödeneceği de düzenlenmek zorundadır. Bu ihraç türünün uluslararası literürde "asset based (varlık temelli)" olarak ifade edilen sukûk olduğu ifade edilebilecektir.

c) Alım Satıma Dayalı Kira Sertifikaları

Burada kira sertifikaları, fon kullanıcısına vadeli satılmak üzere nitelikleri belirlenmiş varlık ya da hakların VKŞ tarafından satın alınması amacıyla ihraç edilmektedir. Türkiye uygulamasında bahsedilen varlık veya hak, uluslararası

piyasalarda alım-satımı satımı yapılan madenlerden (platinyum, paladyum gibi) oluşmaktadır. Buna göre VKŞ, kira sertifikası ihraç ederek yatırımcılardan toplandığı fonlarla, ilgili varlık veya hakları peşin bedelle satın almakta ve satın alma bedelinin üzerine belirlenen kârı ilave ederek, fon kullanıcısına vadeli olarak satmaktadır. İhraca konu varlık veya hakkın spot piyasadan alınması ile fon kullanıcısına satılması işlemleri aynı gün içinde tamamlanamazsa, kira sertifikası ihracı karşılığında toplanan fonlar, VKŞ tarafından yatırımcılara iade edilecektir. Bu işlemde fon kullanıcısı, VKŞ'den vadeli olarak satın aldığı varlık ya da hakları, likit piyasalarda peşin olarak satmak suretiyle ihtiyacı olan finansal kaynağı temin etmektedir. KST'nin 7. Maddesinde düzenlenen bu ihraç türü esasen İslam hukukunda teverruk olarak isimlendirilen finansman yöntemine dayanmaktadır.

ç) Ortaklığa Dayalı Kira Sertifikaları

KST incelendiğinde bu kira sertifikalarının, VKŞ'nin yatırımcılardan kira sertifikası ihracı karşılığında topladığı fonlarla bir ortak girişime[2] ortak olması şeklinde tanımlandığı tespit edilmektedir. Buna göre VKŞ, kira sertifikası ihracı yoluyla toplandığı fonları, tanımda zikredilen amaçlar için bir sermaye şirketine aktarabileceği gibi bu amaçlar için bir adi ortaklık kuruluşuna da katılabilecektir. Kurulan ticaret şirketi ya da adi ortaklık ise "*girişimci*" olarak tanımlanmaktadır.

KST, VKŞ'nin katılacağı ortaklık türlerine göre kira sertifikası ihraçlarını iki ana gruba ayırmaktadır:

(i) Sadece VKŞ'nin Sermaye Koyduğu Ortak Girişimlerin Finanse Edilmesi Amacıyla İhraç Edilen Kira Sertifikaları

Burada, VKŞ ortak girişimin yönetimine katılmamakta, yönetim, girişimci veya onun tayin ettiği kişiler tarafından gerçekleştirilmektedir. Tebliğe göre VKŞ ile girişimci, ortak girişimden elde edilecek kârın paylaşımı esasına dayalı bir ortak girişim sözleşmesi akdedebileceği gibi VKŞ'nin girişimciye vekâlet vermesi ve dolayısıyla bu vekâlet sözleşmesi uyarınca girişimciye sabit bir ücret ödenmesi de mümkün olabilecektir. Tebliğ her ne kadar vekile sabit ücret ödenmesine dair bir ortaklık sözleşmesi akdedilebileceğini düzenlemişse de, İslam hukukunun şirket akdine dair temel kurallarına göre, bir ortaklık sözleşmesinde ortaklardan birine, kârın belirli bir oranının ödenmesi yerine, maktu olarak sabit bir ücret ödenmesinin kararlaştırılması mümkün olamayacaktır. Tebliğe göre, girişimcinin kötü niyetle veya hukuka aykırı eylemleriyle neden olduğu zararlar dışında, VKŞ'nin ortak girişim sonucu oluşacak zarardan sorumluluğu

2 Tebliğe göre ortak girişim, sermaye şirketi ya da adi ortaklık şeklinde kurulabilecektir.

koyduğu sermaye ile sınırlı olacaktır. Girişimci ya da tayin ettiği yöneticinin hukuka aykırı ya da kötü niyetli eylem ve işlemlerin doğacak zararlar, genel hükümlere göre bunlardan talep edilebilecektir. Tebliğ, bu zararlar nedeniyle rücu kapsamında bu kişilerden teminat istenmesine de izin vermektedir.

(ii) VKŞ'nin Nakdi Sermaye, Diğer Ortakların İse Kişisel Emek Veya Ticari İtibar Haricinde Sermaye Koyduğu Ortak Girişimlerin Finanse Edildiği Ortaklığa Dayalı Kira Sertifikaları

Bu kapsamda kurulan ortak girişimlerde yönetim VKŞ tarafından üstlenilebilecek veya diğer ortaklar ya da ortaklarca atanan üçüncü kişiler tarafından yürütülebilecektir. Kârın paylaşımı ortaklık sözleşmesinde ya da sermaye şirketinin esas sözleşmesinde kararlaştırılır. Bu ortaklık türünde de, girişimcinin kötü niyetle ya da haksız eylemleriyle neden olduğu zararlar hariç olmak üzere ortaklar, meydana gelecek zarara sermaye payları oranında ve kendi sermaye tutarları ile sınırlı olarak katlanacaktır. Burada zarara katlanma sadece sermaye oranı değil, konulan sermaye miktarı ile de sınırlandırılmıştır.

Tebliğe göre ortaklığa dayalı kira sertifikası ihraçlarında, ortak girişimin malvarlıkları veya diğer ortakların girişim dışındaki varlıkları üzerine VKŞ lehine rehin tesis edilmesi bir zorunluluktur. Tebliğ bu rehin işleminde VKŞ'nin, "kira sertifikası sahiplerinin temsilcisi ya da güvenilir kişisi" olarak tayin edilmesini ve rehnin VKŞ lehine kurulmasını zorunlu tutmaktadır. Tebliğin bu hükmü bize VKŞ'nin kira sertifikası sahipleri karşısındaki konumunu nasıl gördüğü konusunda da ışık tutmaktadır. Burada VKŞ açıkça, kira sertifikası sahiplerinin temsilcisi/vekili olarak tespit edilmektedir. Buna göre VKŞ, lehine kurulan bu rehinlerin paraya çevrilmesi için gerekli icra işlemlerini kendi adına başlatabilecek, rehinlerin paraya çevrilmesinden elde edeceği tutarları da yatırımcılara aktaracaktır.

d) Eser Sözleşmesine Dayalı Kira Sertifikaları

Bu tür kira sertifikalarında VKŞ, ihraç ettiği kira sertifikalarından elde ettiği fon ile işin sahibi olarak konumlanacağı bir eser sözleşmesi akdedecek ve bu kapsamda bir eser üretilmesini sağlayacaktır. Burada VKŞ, iş sahibi sıfatıyla sözleşmeyi akdederken kendi namına ve yatırımcılar hesabına işlem yapmaktadır. Dolayısıyla burada da VKŞ ile kira sertifikası sahipleri arasındaki ilişki açık şekilde zikredilmektedir. Tebliğ eser sözleşmesi "yüklenicinin bir eser meydana getirmeyi, iş sahibinin de bunun karşılığında bir bedel ödemeyi üstlendiği sözleşme" şeklinde tanımlanmaktadır. Bu da esasen TBK'nın 470. Maddesinde düzenlenen tanımın birebir aynısıdır. Buna göre VKŞ, ihraç ile topladığı fonu, iş sahibi sıfatıyla eserin bedeli olarak yükleniciye ödeyecektir. Tebliğ, bu yöntemin kullanılacağı ihraçlarda, eser sözleşmesinin yanında ortaklık sözleşmeleri, inşaat

sözleşmeleri ya da hizmet sözleşmeleri gibi ihracın amacına uygun akitlerin de kurulabileceğini ifade etmektedir. VKŞ'nin ödediği bedel ile meydana getirilen eser, VKŞ tarafından önce üçüncü kişilere kiralanarak gelir elde edilebilecek veya kira sözleşmesine konu edilmeksizin üçüncü kişilere satılarak paraya çevrilebilecektir. Eser, kira konusu edilmiş olsun ya da olmasın vade sonunda VKŞ tarafından satılacak ve satış bedeli yatırımcılara, sahip oldukları sertifika payı oranında ödenecektir.

2.2.3.4. Türk Kamu Finansmanı Mevzuatında Sukûk Türleri

4749 sayılı KFBYK incelendiğinde, KST'de olduğu gibi kira sertifikası ihraç türlerine ve ihraç işlemlerine dair ayrıntılı düzenlemelere rastlanmamaktadır. Ancak bu ihraçların, KST'de yer alan ve sahipliğe, alım-satıma, yönetime, eser sözleşmesine ya da ortaklığa dayalı ihraç olarak adlandırılan türlerin tamamına göre yapılabileceği anlaşılmaktadır. Zira KFBYK'da açıkça bu isimlendirme yapılmamışsa da, önerilen sözleşme türlerine göre murabaha, istisna`, vekâlet, ortaklık ve icara akitlerinin tamamı kullanılarak kira sertifikası ihraç etmenin mümkün olacağı tespit edilmektedir.[3]

Anılan hükme göre kira sertifikalarının ihracında kullanılabilecek dayanaklar; yurt içi ve yurt dışı borsalarda işlem gören emtia, halka açık olmayan kurum ve kuruluşların taşınır ve taşınmaz malları, menkul kıymetleri ile maddi olmayan varlıkları teşkil eden işletme, yararlanma, kullanma ve benzeri haklardan oluşmaktadır.

Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından yayımlanan Yatırımcı Kılavuzlarında yer alan bilgilere göre (Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2019: 2, 3) kira sertifikası ihraçları aşağıdaki işleyişe göre gerçekleştirilmektedir:

1- Kamuya ait taşınmazlar satış suretiyle HMVKŞ'ye devredilir ve ilgili taşınmazlar tapuda HMVKŞ adına tescil edilir.
2- HMVKŞ'ye devredilen taşınmazlar, Bakanlık/Hazine ile akdedilen kira sözleşmesi uyarınca kiralanır. Bakanlık/Hazine, kira süresi sonunda taşınmazı geri alacağına dair bir taahhütname ile bu taşınmazları kendi adına ve yatırımcılar hesabına muhafaza edeceğine ilişkin bir bildiri düzenler.
3- HMVKŞ, kira sertifikalarını ihraç eder ve bunları satın alan yatırımcıların ödemeleri HMVKŞ tarafından Bakanlık/Hazineye aktarılır.
4- Bakanlık/Hazine tarafından HMVKŞ'ye kira bedelleri ve vade sonunda taşınmazların geri alım bedeli ödenir.
5- HMVKŞ, tahsil ettiği tutarları yatırımcılara, payları oranında dağıtır.

---

3 Kanunun 7/A maddesine, 18/01/2019 tarih ve 30659 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan Kanunun 35. maddesiyle eklenen hüküm ile bahse konu ihraç yöntemlerinin kullanılması olanaklı hale gelmiştir.

Görüldüğü üzere Türkiye uygulamasında Hazine'nin kira sertifikası ihraçları, taşınmazlar üzerine kurulu "sat ve geri kirala" yapısına dayandırılmaktadır. Bu yapıda HMVKŞ, dayanak varlık olarak kullanılan taşınmazları kendi üzerine almakta, bunları kaynak kullanıcı idareye kiralamakta, sertifika sahipleri hesabına ve yararına muhafaza etmekte ve kira bedellerini yatırımcılara ödemektedir. Dolayısıyla HMVKŞ, bu yapıda sertifika sahiplerinin temsilcisi olarak hareket etmekte ve ihracın dayanağı olan taşınmazları, yatırımcılar hesabına koruma ve paraya çevirme fonksiyonlarını icra etmektedir.

2.2.4. Sukûk ve Konvansiyonel Borçlanma Araçlarının Mukayesesi

Çalışmamızda sukûk ile konvansiyonel borçlanma aracı olan tahviller ve hisse senetleri arasındaki temel farklara yer verilmesinin nedeni, bu farkların, sukûk ihracı için kurulan özel amaçlı kurumların fonksiyon ve faaliyetlerinin İslami finans prensiplerine uygunluğunu tespit açısından en önemli veri olmasıdır. Diğer ifadeyle bir özel amaçlı kurumun gerçekleştirdiği sukûk ihracının, İslami finansın temel amaçlarına ve emredici kurallarına uygun olduğunun söylenebilmesi için karşımızda tahvil benzeri bir borçlanma aracı değil, dayanak varlıkların ya da hakların sahipliğini temel alan, dolayısıyla da risk ve menfaat birlikteliğine dayalı bir finansman aracı olması gerektiği ifade edilmektedir.

Sukûk ile hisse senedi ve tahviller arasındaki farkları aşağıdaki başlıklar altında incelemek mümkündür.

2.2.4.1 Dayanak Varlıklar Üzerindeki Hak Sahipliği Açısından Farklar

Sukûk, ihraç öncesi belirlenen varlıkların (mallar, haklar, girişimler gibi) ya da projeler inüzerinde mülkiyeti veya menfaati temsil etmekte ve dolayısıyla sukûk sahipleri, ihraca dayanak olan varlık, hak ya da projelerden elde edilen getirileri paylaşmaktadır. Diğer ifadeyle, dayanak varlıklar getiri ürettiği sürece ve üretilen getiri miktarınca sukûk sahiplerine ödeme yapılacaktır.

Oysa tahvil ihraçları bir varlığa dayalı olmak zorunda olmadığı gibi arkasında bir dayanak varlık olsa da tahviller bu varlıklar üzerinde bir hak sahipliğini değil, ihraççının tahvil yatırımcılarına olan borcunu temsil etmektedir[4]. Hisse senetleri ise belirli ya da sınırlı bir dayanak varlığa bağlı olmaksızın, bir şirketin bütün faaliyetlerinden elde edilecek kâr üzerinde hak sahipliği tesis etmektedir.

2.2.4.2. İhraç Getirilerinin Kaynağı Açısından Farklar

Tahvil ihraçlarında yatırımcılara ödenecek getiri, ihraca dayanak varlıklardan bağımsız olarak önceden belirlenmiş ve genel olarak faiz oranlarına

4 Nitekim (mülga) 6762 sayılı TTK md 420 hükmünde tahviller; anonim şirketler tarafından borçlanma amacıyla ihraç edilen, eşit itibari değere ve aynı ibarelere sahip borç senetleri olarak tanımlanmaktaydı.

bağlı sabit ödemelerden oluşmaktadır. Sukûk işleminde ise getiri, dayanak varlıkların işletilmesi ya da yönetilmesinden elde edilmektedir. Bu anlamda sukûk yatırımcılarına ödenen tutar "kâr"dır. Tahvillerde ödenen tutar, ihraççının gerçekleştireceği projenin kârlılığından bağımsız olarak belirlenen faizdir. Burada tahviller için ödenen faiz vade ve yatırılan sermaye oranına göre belirlenmekte, dayanak varlıkların ya da sermayenin yatırıldığı projenin getirileri faiz hesaplamasında ana unsur olarak dikkate alınmamaktadır. Bir başka açıdan tahvil ihraçlarında anapara ve faiz getirisi ihraççının ödeme gücü, kredibilitesi ya da varsa teminat mekanizmalarına bağlı olacaktır. Sukûk işleminde ise getiri, dayanak varlığın performansına bağlıdır. Hisse senetleri ise bir şirketteki pay sahipliğini göstermektedir. Burada getiri ödemesi ancak ilgili şirket dağıtılabilir kâr elde etmişse ödenir ve kâr payı olarak adlandırılır. Hisse senetlerinde de gelir, belirli varlık ya da varlık portföyünden değil, şirketin tüm faaliyetlerinden yıllık olarak elde edilmektedir.

2.2.4.3. Sahiplerinin Hak ve Yetkileri Açısından Farklar

Hisse senetleri, sahiplerine şirket genel kurullarına katılma, oy kullanma hakkı ya da rüçhan hakkı gibi idari ve mali haklar sağlarken, sukûk ya da tahvil sahiplerinin bu tür haklarından bahsetmek mümkün olamayacaktır (Sümer, 2020: 30). Sukûk sahipleri, dayanak varlıklar üzerindeki hak sahipliğine rağmen işlemin fon kullanıcısı ya da özel amaçlı kurumunun diğer faaliyetleri, yönetimi ve karar alma mekanizmaları üzerinde söz sahibi değildir. Tahvil sahipleri ise işaret edildiği üzere sadece anapara ve faiz getirisini talep hakkına sahip olabilecektir.

2.2.4.4. Vade Açısından Farklar

Sukûk ve tahvillerin belirli bir geri ödeme tarihi bulunurken, hisse senetleri vadesiz olarak ihraç edilmektedir. Ancak sukûk ihracındaki vade ile tahvildeki vadenin fonksiyonu tamamen farklıdır. Sukûk ihraçlarında vade sonunda dayanak varlığın önceden anlaşılan usullerle paraya çevrilmesi ve elde edilen gelirin yatırımcılara ödenmesi söz konusudur. Oysa tahvil ihracında vade sonunda yatırımcılara anapara ve önceden belirlenmiş olan faiz ödemeleri yapılmaktadır. Dolayısıyla sukûk ihracında vadede, önceden belirlenmiş bir getiri taahhüdünde bulunulamayacağı halde tahvil ihracında hak sahiplerine önceden belirlenmiş bir faizin ödeneceği taahhüt edilmektedir.

2.2.4.5. Diğer Farklar

IFSB tarafından yayımlanan Sukûk, Menkul Kıymetleştirme ve Gayrımenkul Yatırımları İçin Sermaye Yeterliliği Koşulları (IFSB-7 Capital Adequacy Requirements for *Sukûk*, Securitisations and Real Estate Investment) standardında sukûk, İslami tahvil (Islamic bond) olarak isimlendirilmekte ve bunların faizli menkul kıymetleştirme ya da tahvil ihraçlarından aşağıdaki nedenlerle farklı olduğu ifade edilmektedir:

- Sukûk ihracından elde edilen fonların yatırılacağı varlıkların önceden belirlenmiş olması, bu fonların belirsiz ya da genel amaçlara tahsis edilmemesi beklenmektedir.
- Sukûk ihracı kapsamında yatırımcılara aktarılacak getirilerin, fonların yatırıldığı varlıklardan elde edilmesi gerektiği ifade edilmektedir.
- Sukûk, sahiplerine fonların yatırıldığı varlıklar üzerinde hisseli mülkiyet hakkı sağlamalıdır. Bahse konu hakların, sukûk vadesi süresince geçerli olacak şekilde kaynak kuruluş tarafından sukûk sahiplerine devredilmesi gerekli sayılmaktadır (IFSB, 2009: 3).

Bunların doğal sonucu olarak yatırımcıların, varlıklar üzerinde gerçek bir mülkiyeti ya da kullanım hakkı olması da gereklidir. Diğer ifadeyle, sukûk sahiplerine dayanak varlıklar üzerindeki hisseli hak sahipliği nedeniyle bu dayanak varlıklardan elde edilen getirilerin ödendiğinin söylenebilmesi, sukûk sahiplerinin gerçekten bu varlıklar üzerinde hak sahibi kılınmasına bağlı olacaktır. Burada da karşımıza özel amaçlı kurumların ve taraf olduğu işlemlerin hukuki niteliği konusu çıkmaktadır. Özel amaçlı kurumların, sukûk ihracına konu dayanak varlıkları ya da hakları iktisap etmek için hak ve fiil ehliyetine sahip olması gerektiği gibi özel amaçlı kuruma yapılan devirlerin de hukuken geçerli hukuki işlemlere dayanması gerekeceği tespit edilmektedir.

Sonuç olarak sukûk tanımı yapılırken bunları zaman zaman rastlandığı şekliyle "İslami tahvil ya da bono" olarak tanımlamak doğru olmayacak, esasen bir tahvilin İslami olarak kabul edilmesi söz konusu olamayacağından, bu iki terimin bir arada kullanılması hatalı bir bakış açısı olarak değerlendirilecektir. Ancak bu kabulün hukuken ve iktisaden haklı sayılabilmesi için sukûk ihraçlarının doğal olarak tahvillerle arasındaki farkların sadece teorik planda değil, uygulamada da hayata geçirilmesi gerekecektir. Ayrıca bu farkların özel amaçlı kurumların fonksiyon ve işlemlerinde de kendini göstermesi beklenecektir.

2.2.5. Sukûk İhraçlarından Beklenen Katkılar

Öncelikle sukûk ihraçlarının ekonomik gelişime önemli katkılar sunduğu ve dünyanın gelişmiş ya da gelişmekte olan pek çok ekonomisinde kullanılan bir finansal araç olduğu tespit edilmektedir. Nitekim konuya ilişkin kaynaklarda bu katkılar çeşitli yönlerden ele alınmakta olup bunlara dair değerlendirmeler aşağıda sunulmaktadır.

2.2.5.1. Makro Düzeydeki Katkılar

Makroekonomik açıdan, sukûk ihracının büyük meblağlı yatırım projelerinin finansmanında kullanılabilmesi, ihraca katılan tarafların elde ettikleri kazançların ülke ekonomisine yatırım, üretim, büyüme, milli gelirin ve istihdamın artması şeklinde olumlu etkileri olması ve faize ya da spekülasyona dayalı finansal işlemler yerine gerçek ticari faaliyetlere dayanması nedeniyle finansal istikrara ve krizlere karşı dayanıklı bir yapı oluşturulmasına olumlu katkılar sağlaması, sukûk ihraçlarının önemli faydaları olarak ifade edilmektedir. Sukûk ihracına dayanak proje ya da varlıkların gerçek getirilerinin paylaşılması sayesinde İslam ekonomisinin en önemli amaçlarından olan servetin toplum arasında adil dağılımı ve belirli ellerde toplanmasının önlenmesinin mümkün olabileceği de kabul edilmektir (Bafra, 2016: 71-74; Çizakça, 2011: 189). Yine sukûk ihraçları sayesinde, özellikle konvansiyonel yatırım araçlarına ilgi göstermeyen bireysel ya da kurumsal tasarruf sahiplerinin bu kaynaklarının ekonomiye dâhil edilebileceği kaydedilmektedir. Bu yolla da ekonomideki tasarruf açığının azalmasının, ihraca katılan aracı kurumlar, yükleniciler ve borsaların maddi kazanç elde etmesinin, bu kuruluşlar aracılığıyla vergi gelirlerinin ve istihdamın artmasının mümkün olabileceğine işaret edilmektedir (Orhan B., 2018: 14; Söyler, 2016: 25). Sukûk ihraçlarının aynı zamanda sermaye piyasalarının derinleşmesine ve yabancı sermayenin ülkeye girişine de destek olabileceği, kamunun sukûk ihraçları açısından da devlete ait atıl varlıkların ekonomiye katılması ve kamu finansmanına bir alternatif ya da daha az maliyetli kaynak sağlanabileceği ifade edilmektedir. Kamu sukûk ihraçları yoluyla devletler fon kaynaklarını çeşitlendirmiş ve sermaye piyasalarını büyütmüş olacaktır (Söyler, 2016: 26; Ulusoy & Ela, 2015: 156-158). Genel bir değerlendirme olarak sukuk ihraçlarının reel ekonomiyi destekleyerek, spekülatif işlemlerden kaynaklanacak finansal krizleri önlemesi beklenecektir.

Son olarak da sukûk ihraçları, toplumun geniş kesimini oluşturan bir yatırımcı grubunun, belirli ve gerçek ticari faaliyetlerden elde edilen kâra eşit şekilde katılmasını sağlayarak, sermayenin belirli ellerde toplanmasını önleyecek, diğer ifadeyle zenginlik geniş bir tabana yayılmış olabilecektir (Usmani, 2007: 2).

Nitekim sukûk ihraçlarının Türkiye'nin büyümesi üzerine gerçekten bir etkisi olup olmadığına dair yapılan güncel bir çalışmada, özellikle hazine sukûk ihraçlarının büyümeye olumlu etkisi görülürken, özel sektör (finans kuruluşları) tarafından gerçekleştirilen sukûk ihracının etkisinin olumsuz olduğu tespit edilmektedir. Ancak çalışma her iki etkinin de oldukça küçük olduğunu ortaya koymaktadır. Bunun nedeni olarak ise ihraçların hacminin, ekonominin tümü açısından küçük olması gösterilmektedir. Ayıca çalışmayı yapan araştırmacılar özel sektör sukûk ihraçlarının bu olumsuz etkisinin zamanla sona erebileceğine

işaret etmektedir (Orhan & Tirman, 2021: 245, 246). Bu çalışmadaki dikkate değer tespitlerden birisi, Hazine tarafından ihraç edilen tahvillerin büyümeye anlamlı bir etkisi olmadığı halde (özel sektör tahvil ihraçlarının da büyüme ile anlamlı bir ilişkisi bulunamamıştır), sukûk ihraçlarında bu anlamlı etkinin görülebilmesidir. Buradan hareketle Hazine'nin sukûk ihraçlarında özellikle yeni ihraç yöntemlerini de kullanarak, örneğin ortaklık ve eser sözleşmesine dayalı ihraçlara yönelmek suretiyle makroekonomik açıdan önemli katkılar elde edilebileceği söylenebilecektir.

Özel sektör sukûk ihraçlarının ekonomik büyümeye etkisine dair bir başka çalışmada da katılım bankalarının 2013-2021 dönemindeki sukûk ihraçları incelenmiş ve bu ihraçların ekonomik büyümeye katkı sunamadıkları tespit edilmiştir. Araştırmacı bunun, bankaların bu ihraçları fon toplama amacıyla ve yatırım vekâleti yöntemiyle yapmayı tercih etmesinden kaynaklandığına işaret etmektedir (Dilber, 2022: 358, 359). Malezya özelinde yapılan bir çalışmada da özellikle kamu tarafından gerçekleştirilen sukûk ihracının, resmi rezerv seviyesi, milli gelir, kişisel borç ve borçların milli gelire oranı konularında önemli faydaları olduğu tespit edilmektedir. Çalışmaya göre Malezya'da sukûkun %1 olan milli gelire katkısı, 2011 yılında %17'ye çıkmıştır. Benzer şekilde kamu bütçesinde katkısı da %5'ten 2010'da %50'ye çıkmıştır (Gedikli & Erdoğan, 2019: 267). Yurt dışında yapılan bir araştırmada da kamu sukûkunun, Malezya ve Suudi Arabistan'da kişi başı gayri safi milli hasılanın (GDP) artmasını sağladığı tespit edilmiştir. Bu araştırmaya göre, Malezya'da kamu sukûk ihraçları devletin uluslararası resmi rezervlerinin artmasını sağlamış ve dolayısıyla Malezya'nın ekonomik kalkınmasında önemli bir etkiye sahip olmuştur. Araştırmacıya göre Malezya'da yürütülen alt yapı sektöründeki kamu sukûk ihraçları, GDP'yi arttırdığından, zekat verebilen birey sayısı da artış göstermiştir. Benzer bir durum Suudi Arabistan'daki kamu sukûku için de söz konusu olmuş ve iki büyük havaalanı projesi kapsamında ihraç edilen kamu sukûku, kişi başı GDP'yi de genel GDP'yi de arttırmıştır. Yazar, bu artışların çok küçük oranlarda olduğunu tespit etmekte ancak bunun ülkenin ekonomiyi çeşitlendirme politikasını destekleyerek verimli faaliyetlerin gelişimi açısından önemli olduğuna işaret etmektedir (Malikov, 2017: 28-33). Benzer bir çalışma 2013 yılında Bahreyn, Endonezya ve Malezya için yapılmış ve hazine sukûk ihraçlarının ekonomiye katkıları tespit edilmiştir (Musari, 2013: 42). Sümer (2020: 132) de Birleşik Arap Emirlikleri, Endonezya, Malezya ve Suudi Arabistan'da kara ve demiryolları, hastaneler, petrokimya tesisleri, köprü inşaatları gibi büyük kamu yatırımlarının sukûk ihraçları yoluyla finanse edildiğine ve bu ihraçların başarıyla gerçekleştiğine işaret etmektedir.

Yine sukûk ihraçlarının ülke içindeki atıl kaynakların ekonomiye kazandırılması, kamunun elindeki varlıkların mülkiyetini tamamen kaybetmeden finansmana erişebilmesi, piyasanın derinleştirilmesi, özel sektör ihraçlarının cesaretlendirmesi, fiyat kıstasları oluşturması ve yabancı yatırımcıların piyasaya dâhil edilmesi ve merkez bankalarına likidite yönetimi olanakları sunması gibi faydalarına da işaret edilmektedir (Balibek, 2017: 9, 10; Kasımoğlu, Yetgin, & Küçükçolak, 2018: 39; Samar, 2019b: 330).

2.2.5.2. Mikro Düzeydeki Katkılar

Mikroekonomik açıdan ise sukûk ihraçlarından kaynak kuruluşlar, yatırımcılar ve ihracın bir noktasında yer alan diğer kişi ve kurumlar çeşitli faydalar elde etmektedir. Kaynak kuruluşlar, gerek özel sektör firmaları ve gerekse kamu kurumları ellerindeki değerli varlıkları ya da hakları kullanarak finansman temin edebilmektedir. Bu sayede bir anlamda atıl vaziyette olan değerli varlıklar, kaynak bulma amacıyla kullanılmış olacaktır (Söyler, 2016: 24, 25). Sukûk bir borçlanma aracı olarak kabul edilmediği için, ihraç kapsamındaki yükümlülükler bilançoların borçlar hesabında görünmeyecek ve dolayısıyla kaynak kuruluşun borç hesabı da artmamış olacaktır. Bu kapsamda kur ve faiz riskinden kaçınma olanağı söz konusu olabilecektir. Yatırımcılar açısından ise faizsiz bir yatırım aracına vergi istisnalarından yararlanarak kavuşmuş olma avantajı söz konusu olacaktır (Orhan B., 2018: 11, 12). Yine bazı yazarlar, sukûk sertifikalarının likidite riski taşımadığını, enflasyon açısından ise enflasyon artışının dayanak varlıkların da değerini arttıracağından, esasen yatırımcıların enflasyondan etkilenmeyeceğini ifade etmektedir (Ulusoy & Ela, 2015: 157, 158). Ancak bu varsayım, özellikle asset-backed sukûk ihraçlarında ve dayanak varlıkların özel amaçlı kurumdan kaynak kuruluş ya da fon kullanıcıya devrinin önceden belirlenmiş bir değerden değil, devir anındaki piyasa değerinden yapılması halinde geçerli olabilecektir. Türkiye uygulamasında bu iade önceden belirlenen nominal değerden yapıldığı için dayanak varlıkların piyasa değeri artmış olsa da sukûk yatırımcıları bu artıştan yararlanmayacaklardır.

Diğer bir açıdan yatırımcılar, arkasında değerli varlıklar olan bir yatırım aracına kavuşmuş olacak, olası bir temerrüt halinde bu varlıkların sahibi olarak alacaklarını tahsil edebilecektir. Bu açıdan geleneksel tahvil ya da şirket pay sahipliğine nazaran alacaklarını tahsilde öncelik sahibi olabileceklerdir. Nitekim Usmani (2007: 2)'ye göre sukûk, firmalara tek başlarına elde edemeyecekleri finansman olanakları sunarken, yatırımcıların da istedikleri zaman nakde çevirebilecekleri sürekli bir gelir kaynağı elde etmelerini sağlayacaktır. Yatırımcılar, ellerindeki sukûk sertifikalarını kısmen ya da tamamen diledikleri zaman paraya çevirebilecekleri gibi yatırımın kârlı olması halinde bundan da

yararlanmış olacaklardır. İslami finans kuruluşları ya da bankalar da ellerindeki sukûk sertifikalarının alım satımı suretiyle bunları likidite yönetiminde kolaylıkla kullanabilecektir.

Sukûk ihraçlarının faydaları arasında bilanço dışı finansman yoluyla borçluluk oranlarının yükselmesini engelleme, standart kredi işlemlerine göre daha az maliyetle ve daha uzun vadeli finansman sağlama, ihraççının piyasadaki itibarını arttırma, banka kanallarının yoğun kullanımını engelleyerek, diğer stratejik yatırımlara olanak sağlama gibi hususlar da sayılmaktadır (Kasımoğlu, Yetgin, & Küçükçolak, 2018: 11).

Bunlara ilave olarak özellikle Türkiye'deki bankaların, sukûku katılım fonu müşterilerinin yüksek getirili yatırım aracı taleplerini karşılamak amacıyla kullandıkları ve ayrıca Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) ile gerçekleştirilen Açık Piyasa İşlemlerinin de kira sertifikaları üzerinden gerçekleştirildiği tespit edilmektedir. Diğer ifadeyle bankalar likidite yönetiminde de sukûk uygulamalarından yararlanmaktadır. Küresel ölçekte de 2010 yılında kurulan International Islamic Liquidity Management Corporation (IILM)'ın, İslami finans kurumlarının likidite ihtiyaçlarının karşılanması konusunda sukûk ihraçlarından faydalandığı bilinmektedir.

Bu kapsamda IFSB'nin 7 nolu standardında, sukûk ihracı sayesinde kaynak kuruluşun likit olmayan varlıklarını nakde dönüştürmek suretiyle likiditesini arttırabileceği ve menkul kıymetleştirme süreci kapsamında risk ağırlıklı varlıklarını bilançolarından çıkarmak suretiyle sermaye yeterliliği oranlarını düzeltebileceği ifade edilmektedir (IFSB, 2009: 6).

2.3. Türk Hukukunda Sukûk Uygulamaları

Türk hukukunda sukûk uygulamaları, özel sektör ve hazine (kamu) sukûk ihraçları olarak iki farklı alanda gerçekleştirilmektedir. Bu iki ihraç alanı, birbirinden tamamen farklı kurallara tabi olduğundan aşağıda ayrı başlıklar olarak incelenecektir.

2.3.1. Özel Sektör Sukûk Uygulamaları

Özel sektör sukûk ihraçları Türkiye'de "kira sertifikası" ismiyle ilk defa 2010 yılında mevzuatımıza kazandırılmıştır. SPK, özel hukuk şirketlerinin kira sertifikası ihracı yöntemiyle fon temin edebilmeleri amacıyla, Seri: III No: 43 sayılı "Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği"ni hazırlamış ve bu Tebliğ 01/04/2010 tarih ve 27539 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Konuya ilişkin SPK'nın kamuoyuna ilettiği duyurusuna göre kira sertifikası ihracının genel esasları aşağıdaki hususları içermektedir (SPK, 2010):

a) SPK, kira sertifikalarını doğrudan sukûk olarak tanımlamak yerine, sukûka benzer bir enstrüman olarak ifade etmeyi tercih etmiştir. Bu tanımlamanın, getirilen sukûk ihraç yapısının, Tebliğin yayımlandığı tarihte dünya piyasalarında ihraç edilmiş olan tüm sukûk yapılarını içermemesinden kaynaklanmış olabileceğini değerlendirmekteyiz.

b) Tebliğin en belirgin özelliklerinden birisi, sadece tek bir sukûk ihraç yapısının benimsenmiş olmasıdır. Burada, "sat-kirala-devral" şeklinde ifade edilen icare sukûk yapısı benimsenmiş, diğer sukûk türlerine Tebliğ'de yer verilmemiştir. Buna göre sukûk ihracı için kaynak kuruluş, mülkiyeti altındaki bir malı VKŞ'ye devredecek, VKŞ bu malı kiraya vererek elde edeceği kira bedellerini kira sertifikası sahiplerine ödeyecek ve vade sonunda bu mal kaynak kuruluş tarafından geri alınacaktır. Burada malın kaynak kuruluştan satın alınması için ödenen tutar, ihraç edilen kira sertifikaları için yatırımcılardan tahsil edilen tutarların toplamı olacak; bu mal kaynak kuruluşa geri satıldığında kaynak kuruluştan tahsil edilen bedel ise yatırımcılara ödenecektir. Nitekim Tebliğin yürürlüğe girmesinden sonra Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş. tarafından gerçekleştirilen ve alanda ilk olan sukûk ihracı işleminde dayanak varlık olarak, anılan bankanın gayrimenkulleri kullanılmıştır. Buna göre anılan gayrimenkuller, sukûk ihracı için kurulan özel amaçlı kuruma (varlık kiralama şirketine) tapuda devir ve tescil edilmiş, vade sonunda da aynı gayrimenkuller banka tarafından geri satın alınmış ve banka adına tescil edilmiştir.

c) SPK'nın duyurusundaki bir başka tespit ise VKŞ'nin neden anonim şirket olarak düzenlendiğine ilişkindir. SPK, aslında yurt dışındaki örneklerde olduğu gibi trust mahiyetinde bir özel amaçlı kurum ihdas edilebilecekken, Türk hukukunda "trust" yapısının bulunmaması nedeniyle özel amaçlı kurumun bir anonim ortaklık olarak düzenlendiğini ifade etmektedir. Nitekim bu nedenle, özel amaçlı kurumun "asgari yükümlülüklerle" kurulan anonim şirket olması gerektiğine karar verildiği anlaşılmaktadır. SPK ayrıca yatırımcıların haklarının korunabilmesi için bu anonim şirketin belirli vasıfları haiz olmasını ve izinle kurulabilmesini de düzenlemiştir. SPK bu duyurusunda, kira sertifikaları ile tahvillerin işleyişinin benzer olduğunu, ancak kira sertifikalarının, satılarak getiri elde edilebilecek bir varlığa dayanacağı için yatırımcılar açısından daha güvenli olacağını öngörmektedir.

Tebliğ hükümlerinde kira sertifikası, varlık kiralama şirketi tarafından devralınacak varlıkların finansmanı için düzenlenen, sahiplerine de bunlardan temin edilecek gelirler üzerinde hisseleri oranında hak sahipliği tanıyan menkul kıymet ve kira sukuku olarak tanımlanmaktadır. Bir kira sertifikası ihracı ise aşağıdaki şekilde gerçekleşecektir:

VKŞ, kira sertifikası ihraç etmek suretiyle yatırımcılardan tahsil ettiği tutarlar ile kaynak kuruluştan dayanak varlıkları satın alacaktır. Burada dayanak varlıklar menkul, gayrimenkul ve maddi olmayan varlıklar olabilecektir. Anılan varlıklar VKŞ tarafından kaynak kuruluşa kiralanacak ve kira bedelleri yatırımcılara ödeyecektir. Bu ödemeler aslında, yatırımcıların elinde bulunan kira sertifikalarının dönemsel ödemeleri mahiyetindedir. Vade sonunda dayanak varlıklar kaynak kuruluşa geri devredilecek ve bu devir uyarınca kaynak kuruluş tarafından VKŞ'ye ödenecek tutar kira sertifikası sahiplerine payları oranında dağıtılacaktır. Bu şekilde kira sertifikası itfa edilmiş olmaktadır.

Tebliğe göre, her bir kira sertifikası sahibi dâhil olduğu ihraç tertibine konu olan varlıkların getirisinde payı oranında hak sahibi olacaktır. VKŞ ihraç ettiği kira sertifikalarını itfa etmeden yeni bir ihraç yapamayacak, dolayısıyla her seferinde tek bir ihraç yapılabilecektir. Kira sertifikaları, ilgili borsanın onayı halinde menkul kıymet borsalarında işlem görebilecektir. Kira sertifikalarının halka arzı halinde, varlıkların SPK düzenlemeleri ile yetkilendirilmiş kuruluşlar tarafından değerlenmesi ve bu değerlemenin VKŞ'ye devir anında ve itfa tarihinde kaynak kuruluşa iade ya da üçüncü kişilere devir aşamalarında yapılması zorunlu tutulmuştur.

Türk hukukunda sukûk ihracına ilişkin 2010 tarihli ilk Tebliğ'den sonra SPK, 7/6/2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan III-61.1 sayılı "Kira Sertifikaları Tebliği" (KST) ile sukûk ihraçlarına yeni bir düzen getirmiştir. SPK'nın 2013 tarihli Tebliğ'e ilişkin kamuoyu duyurusu aşağıdaki hususları içermektedir (SPK, 2013):

a) SPK'nın bu düzenlemesi ile karşımıza çıkan en önemli yenilik, sukûk türlerinin çeşitlendirilmesidir. Yukarıda ifade edildiği üzere, 2010 tarihli Tebliğe göre sadece tek bir yapı ile kira sertifikası ihraç edilebilirken, 2013 tarihli Tebliğ ile beş yeni ihraç türü hukukumuza dâhil edilmiştir. Nitekim 2013 tarihli Tebliğin 4. Maddesine göre kira sertifikaları; sahipliğe dayalı, yönetim sözleşmesine dayalı, alım-satıma dayalı, ortaklığa dayalı ve eser sözleşmesine dayalı olarak veya bunların birlikte kullanılması yoluyla ihraç edilebilecektir. Ayrıca SPK'nın 2013 tarihli Tebliği beş adet ihraç türünü ismen zikretse de, aslında SPK'nın farklı isimler altında başkaca sukûk yapılarına izin verebileceği tespit edilmektedir.

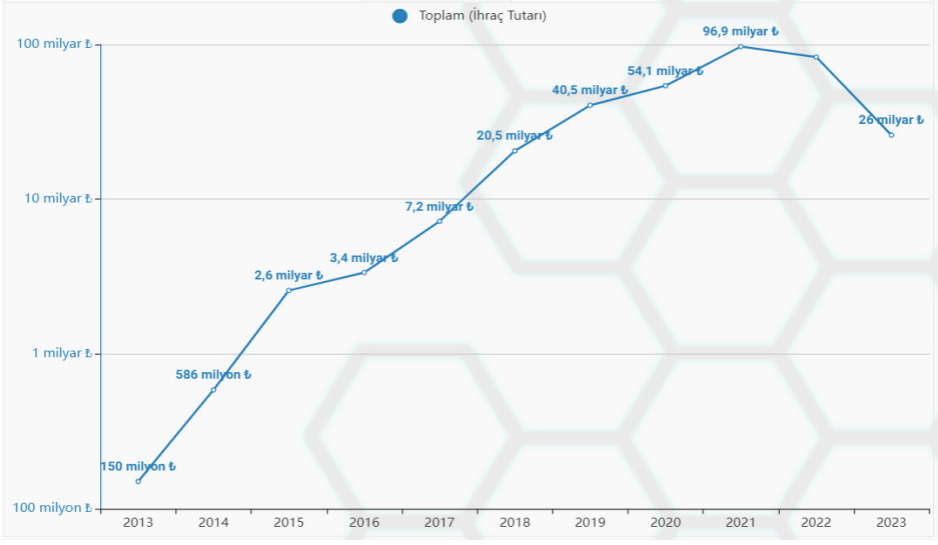
b) Yine bu düzenleme ile kira sertifikasının dayanaklarının kapsamı da genişletilmiş ve varlıklar yanında hakların da dayanak varlık olabilmesi sağlanmıştır. Tebliğ kapsamındaki bütün ihraç türleri açısından sukûk sertifikası sahipleri, ihraç konusu varlık ve hakların getirileri üzerinde

hak sahibi olacaktır ve bu hak sahipliği her bir yatırımcının payı oranında gerçekleşmektedir.

c) Tebliğ'e göre tüm ihraçlar VKŞ'ler tarafından gerçekleştirilecektir. Burada ihracı gerçekleştiren özel amaçlı kurumun tanımı değişmiştir. Yeni Tebliğ'de varlık kiralama şirketi, SerPK'nun 61 inci maddesi çerçevesinde münhasıran kira sertifikası ihraç etmek üzere anonim şirket şeklinde kurulmuş olan sermaye piyasası kurumu şeklinde tanımlanmaktadır. Duyuruda bir varlık kiralama şirketinin, aynı anda birden fazla ihraç gerçekleştirilebilmesinin önünün açıldığına da işaret edilmektedir.

d) SPK, yeni düzenlemesiyle çıkar çatışmalarının önlenebilmesi için VKŞ yönetim kurulunda bağımsız üye bulunması zorunluluğu getirdiğini ve önemli kararların bu üyenin olumlu oyuna bağlandığını ifade etmektedir. Yatırımcıların korunması amacıyla ilave teminat tesisi, dayanak varlıkların ayrı izlenmesi ve kaynak kuruluş ya da fon kullanıcı olabileceklerin sınırlanması gibi tedbirler de duyuruda zikredilmektedir.

Bu kapsamda Türkiye'de ihraç edilen özel sektör sukûk ihraçlarına ilişkin TKBB verilerine göre Türkiye'de 2013-2023 dönemleri arasında üye bankalar tarafından gerçekleştirilen sukûk ihraçlarına ilişkin özet bir şekil aşağıdadır:



Şekil 2.2: Katılım Bankası Sukûk İhraçları 2013-2023
Kaynak: https://veripetegi.tkbb.org.tr (TKBB, 2023)

2.3.2. Kamu Sukûku Uygulamaları

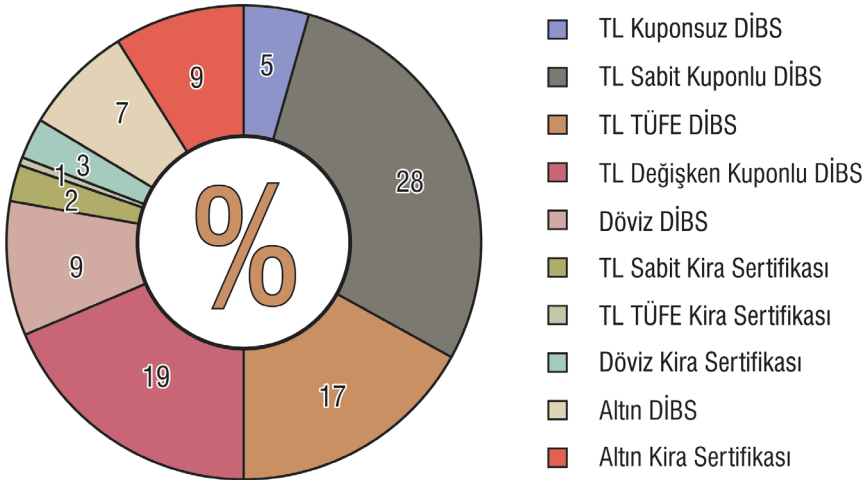
Sukûk, dünya uygulamasında sadece özel sektörün kullandığı bir finansman temin aracı değildir. Devletler de kamu finansmanı araçlarından biri olarak sukûk ihraçlarını sıklıkla kullanmaktadır. Bu bölümde "kamu sukûku" ya da "hazine sukûku" olarak ifade edilen ihraçlar, devletlerin kendilerine ait varlık ya da hakları dayanak göstermek suretiyle çeşitli kurumları eliyle ihraç ettikleri sukûk uygulamalarını ifade etmek amacıyla kullanılmaktadır. Kamu tarafından gerçekleştirilen sukûk ihraçlarında, kamunun işlevleri; dayanak varlıkların kaynak kuruluşu olması, dayanak varlıkların kiracısı olarak kira bedellerini ödeyen taraf olması, dayanak varlıkların getirilerini tahsil eden hizmet vekili olması ve dayanak varlıkları geri satın almakla yükümlü taraf olması şeklinde ifade edilmektedir.

Kamunun sukûk ihraçları konusunda çeşitli ülkelerde özel mevzuat düzenlemeleri yapıldığına işaret edilmektedir. Bu kapsamda, Endonezya'da varlıkların hukuki mülkiyeti ile yararlanma hakkı (beneficial ownership) ayrımının kabul edilmesi suretiyle kamunun, devlete ait varlıkların sadece yararlanma hakkını devretmesi suretiyle sukûk ihraçlarının olanaklı hale getirildiği ifade edilmektedir. İngiltere'de ise Türkiye'deki yapıya benzer bir şekilde (sat ve geri kirala usulüyle), ilk kamu sukûk ihracı 2014 yılında yapılmıştır. Benzer bir sukûk ihraç yapısının Lüksemburg'da da bulunduğu ancak burada diğerlerinden farklı olarak kamunun önceden mevzuatla belirlenmiş üç adet varlığının özel amaçlı kuruma satılması ve oradan geri kiralanması ile vade sonunda geri satın alınması yönteminin uygulandığı, bütün sürecin de mevzuat ile hüküm altına alındığı ifade edilmektedir. Bu ülkelerin tamamında, sukûk ihraçları için kurulan özel amaçlı kurumların yüzde yüz hissesi kamuya ait bulunmaktadır ve İngiltere, Endonezya ve Türkiye'de kurulu özel amaçlı kurumlarda görevli hükümet çalışanları, bu kurumlardaki hizmetleri nedeniyle ayrı bir ücret almamaktadırlar. Lüksemburg'da ise özel amaçlı kurumlar, özel hukuk kişilerinden hizmet alınarak yönetilmektedir. Hong Kong ihraçlarında hükümet iki ayrı özel amaçlı kurum kullanmakta ve bunlar hükümet çalışanları tarafından yönetilmektedir. İngiltere'de dayanak varlıkların bakım ve onarım sorumluluğu ile masrafları sukûk ihracı kapsamındaki sözleşmelerle belirlenmektedir ve hükümete bırakılmaktadır. Lüksemburg ve Hong Kong'da da sözleşmelere bırakılmıştır. Endonezya ve Lüksemburg'da sukûk ihraçlarına özel ayrı kanunlar ihdas edilirken, diğer ülkelerde konunun borç yönetimi mevzuatı veya ilgili başka kanunlar içinde düzenlendiği ifade edilmektedir (Balibek, 2017: 11, 15).

Türk hukukunda ise hazine sukûk ihraçları, SPK düzenlemelerine tabi değildir (KST, 2013: 1/2). Yine SerPK'nun 136. ve 138. maddelerine göre de hazine sukûk ihraçları SerPK'nun ikinci kısmının birinci ve ikinci bölümlerine, ayrıca 31, 61,

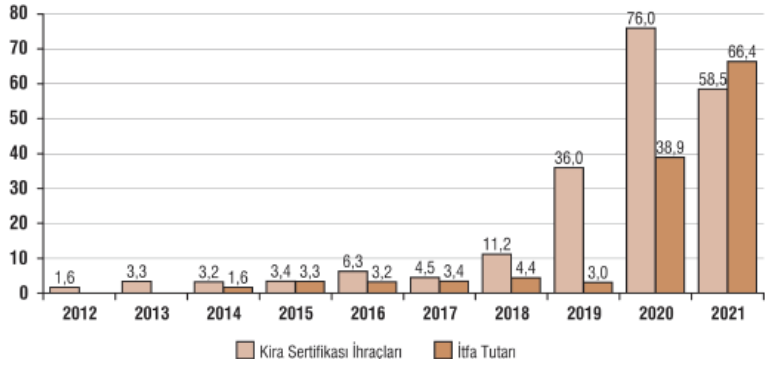
69/1, 71/1, 80 ve 130. maddelerine tabi olmayacaktır. Kamu sukûk ihraçları, 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun (KFBYK)'a tabidir. KFBYK'nın 7/A maddesi uyarınca ihraç edilen kira sertifikalarının, Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerle ilgili mevzuata tabi olacağı hükme bağlanmıştır.

T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığının 15.11.2022 tarihinde yayınladığı Yıllık Kamu Borç Yönetim Raporu (2022)'na göre 2012 yılından itibaren ihraç edilen yurt içi kira sertifikalarının toplam yurt içi borçlanma içerisindeki payı 2012 yılındaki %1,6'dan 2021 yılında yüzde 14,8 olmuştur. Yine Rapora göre 2021 yılında tedavüldeki kira sertifikalarının yaklaşık 66,4 milyar TL'lik kısmı itfa edilirken, aynı dönemde 58,5 milyar TL tutarında kira sertifikası ihraç edilmiş bulunmaktadır. Hazinenin iç borçlanma araçları arasında yurt içinde ihraç edilen kira sertifikalarının oranı Raporda aşağıdaki şekilde gösterilmektedir (Kamu Borç Yönetimi Raporu 2022: 26).



Şekil 2.3: Hazine Sukuk İhraçlarının İç Borçlanmadaki Oranı
Kaynak: Kamu Borç Yönetim Raporu (2022: 26)

Hazine kira sertifikası ihracını yurtdışından temin edeceği finansmanların bir yöntemi olarak da kullanmaktadır. Hazine, kira sertifikalarını TL, USD ve Avro para birimleri ile altına dayalı olarak ihraç etmektedir. Hazine tarafından 2017-2020 döneminde gerçekleştirilen sukûk ihraçlarına ilişkin özet şekil ise aşağıda yer almaktadır.



Şekil 2.4: Hazine Sukûk İhraçlarının Miktarı
Kaynak: Kamu Borç Yönetim Raporu (2022: 26)

Şekildeki ihraç tutarları milyar TL olarak gösterilmektedir.

2.4. Sukûk Uygulamalarına Dair Eleştiriler

Çalışma konumuzu oluşturan özel amaçlı kurumlar, İslami finans sistemi içinde sukûk ihraçları alanında faaliyet gösterdiği için bu bölümde sukûk ihraçlarına dair özel eleştirilere kısaca değinilecektir. Bu sayede sukûk ihracında görevli özel amaçlı kurumların iş ve işlemlerinde aksadığı tespit edilen alanlar ve bunlara dair olası çözümlere ilişkin açıklamalar gerekçelendirilmiş olabilecektir. Elbette burada eleştirilerin tüm yönleri ve bu konudaki tartışmalar sadece varlık kiralama şirketleri ve bunların sukûk ihraçlar açısından çalışmamızın sınırları dâhilinde ele alınacaktır. Bu çerçevede bahse konu eleştiri ve tartışmalar genel olarak aşağıdaki şekilde sınıflandırılabilecektir.

2.4.1. Faize Dayalı Menkul Kıymetlerin Taklit Edildiğine Dair Eleştiriler

İslami finansın kendine özgü yapısını ve ürünlerini kullanmak yerine konvansiyonel finansal araçların birtakım şekli değişikliklerle taklit edildiği eleştirisi, genel olarak tüm İslami finans ürünlerinde ve özellikle sukûk ihraçlarında sıklıkla karşımıza çıkmaktadır. Zira sukûk ihraçlarında murabaha, mudarebe, müşareke ve istisna` gibi temel İslam hukuku sözleşmelerinden yararlanılmaktadır ve bu sözleşmelerin şeklen geçerli ise de içerik ve uygulama olarak temel hükümlere uygun akdedilmediği vurgulanmaktadır.

Bu kapsamda İslami finans alanında faaliyet gösteren banka ve finans kurumlarının uygulamalarının, İslami finansın temel amaçlarından uzaklaştığına dair eleştiriler karşımıza çıkmaktadır. Bu eleştirinin gerekçelerinden ilki olarak, İslami finansın reel ekonomiyi destekleme amacına rağmen, finansal mühendislik faaliyetleri ile geliştirilen çok çeşitli finans ürünlerinin reel

ekonomi yerine firma ve sektörlerin karmaşık finansal ihtiyaçlarını karşılamaya yönelmesi gösterilmektedir. Bu yönelim de İslami finansı, konvansiyonel finans sistemine yaklaştırmakta ve konvansiyonel sistemin eksiklerinin İslami finans sisteminde de kendisini göstermesine yol açmaktadır. Diğer ifadeyle bu yeni ürünlerin getirdiği finansallaşma, konvansiyonel sistemin taklit edilmesi sonucunu doğurmaktadır. Konvansiyonel sistemdeki sorunların bir ölçüde buradaki aşırı finansallaşmadan kaynakladığı düşünülürse, krizlere karşı daha güçlü olması beklenen İslami finansın bu niteliği haiz olamaması gündeme gelecektir. Yine bu görüşe göre bir değerler sistemi olarak kabul edilen İslami finansta spekülasyonların önlenmesi ve reel ekonominin finanse edilmesi beklenirken özellikle teverruk ve sukûk uygulamaları ve türev işlemler gibi yeni ürünlerle ilgili tartışmaların, bahse konu değerler sistemi olma niteliğini olumsuz etkilediğini, İslami finans kurumlarının büyük çoğunlukla borca dayalı finansman yöntemlerine yöneldiğini, bahsedilen yapılarıyla içinde bulundukları ülkede ekonomik büyümeye katkı sunabilecek olsa da İslami ekonominin amacı açısından toplumun gelişmesine katkı sunamayacakları, dolayısıyla sosyal açıdan başarısız oldukları ifade edilmektedir (Asutay, 2012: 101). Bu alandaki bir başka eleştiri de riskin paylaşılması gereğine riayet etmeyerek riskten kaçınma yönelimidir. Risk paylaşımına dayalı ortaklık yöntemlerine dayanması gereken getirinin, fon kullanıcının faaliyetlerinden elde edilen kârın paylaşılmasından elde edildiği ve zararın da paylaşımını öngören finansman yapıları yerine, konvansiyonel sistemde olduğu gibi riskin kredi alana aktarıldığı, getirinin nakit akışı ve teminattan sağlandığı yöntemlerin tercih edilmesi önemli bir eleştiri olarak karşımıza çıkmaktadır. Yine bir finansal kurumun ya da işlemin İslami olduğundan bahsedebilmek için işlemin şeklinden ziyade esasına bakmak gerektiğine vurgu yapılmaktadır (El-Gamal, 2006: 1, 2). Bu anlamda yazar, "İslami finans" kavramındaki "İslami" teriminin, akdedilen sözleşmelerin şekli veya işlemlerle varılmak istenen finansal amaçlara değil, finansal işlemlerin sosyal ve ekonomik sonuçlarına atıf yaptığını ve bu sonuçların da gözetilmesi gerektiğini ifadeyle, konvansiyonel sistemin ürün ve araçlarını taklit etmenin İslami işlem olarak değerlendirilemeyeceğine işaret etmektedir (A.g.e.: 2).

Oysa burada olması gereken, konvansiyonel araçları olduğu gibi taklit etmek yerine, geleneksel yaklaşımın bir devamı olarak, bahse konu araçlardan temel prensiplere aykırı olanları tamamen reddederken, prensiplere uygun olanları kabul etmesi ve geriye kalanları ise düzelterek ve değişime tabi tutarak uygulamaya koymasıdır. Ayrıca mevcut kurum ya da kurallara dayanarak kendi ihtiyaçlarına uygun yeni kurum ve bilgiler de üretilmesi de beklenecektir (Orman, 2019: 49).

2.4.2. Sukûk İhraçlarının Yapısına Dair Eleştiriler

Günümüz sukûk ihraçlarına dair temel eleştiri, bunların tahviller ile arasındaki farkların sadece teoride kalmasıdır. Uygulamada tahvillerde olduğu gibi sermayenin aynen geri ödenmesinin garanti edildiği ve bu garantinin de dayanak varlıkların vadede, önceden belirlenmiş bir bedelden geri alınmasının taahhüt edilmesi suretiyle sağlandığına işaret edilmektedir. Oysa bu tür taahhütler, bir yönüyle yatırım sermayesinin aynen iade edileceğine ya da kararlaştırılan kâr oranının ödeneceğine dair garantiler olarak yorumlanmakta ve temel ilkelere aykırı kabul edilmektedir. Yine sukûk getirilerinin hesaplanmasında ihraca konu varlık ya da projenin gerçek getirileri yerine faiz oranlarının kullanılması da sukûk sertifikalarını tahvillere benzeten bir faktör olarak sayılmaktadır. Bütün bunların da sukûkun tahvilden farklı bir enstrüman olma özelliğini ortadan kaldırdığı ifade edilmektedir (Çizakça, 2011: 168; Durmuş, 2010: 153, 154).

Özellikle uluslararası sukûk ihraçlarında getiri oranının belirlenmesinde LIBOR oranlarının referans alınması önemli eleştirilerine neden olmuştur. Bu eleştiri sahiplerine göre esasen faiz oranlarını ifade eden LIBOR'un, sukûk konusu kira ya da getiri oranlarının belirlenmesinde kullanılması, aslında bahse konu getirilerin gerçek ticari işlemlerden beklenen getiriler yerine standart faiz oranı beklentisine işaret edecektir. Oysa ihraca konu tüm varlıkların aynı getiriyi sağlayacağının ekonomik gerçeklik olarak söylenmesi mümkün olmayacağı gibi bu husus İslam hukuku açısından da kabul edilemeyecektir. Bu görüşe göre ihracın başlangıcında muhtemel bir getiri vaad edilip, bu beklenen getirinin üzerindeki kısmın bir tür başarı primi olarak yönetici sıfatıyla kaynak kuruluşa ait olacağının kararlaştırıldığı bir yapıda, beklenen getiri aslında dayanak varlıkların ya da projenin performansına dayanmamaktadır. Aksine bu getiri, finansmanın maliyeti ve piyasadaki faiz oranlarına göre belirlenmektedir. Faiz oranları da çoğunlukla dayanak varlık ya da projeden elde edilmesi beklenebilecek olan getiriden daha az olmaktadır. Bu nedenle de dayanak varlıktan elde edilebilecek getiri örneğin %30 kadarken, faiz oranlarının 20 olduğu bir ortamda, vade sonunda %25 getiri elde edilmişse, faiz oranına göre getiri vaadinde yönetici %5 başarı primini hak etmiş olacaktır. Oysa gerçekte bu yatırımdan %30 kar elde edilebileceği halde yönetici başarılı olmamış ve daha az kâr elde edilmiştir. Bu nedenle de yöneticiye bir başarı primi ödenmemesi gerekeceği, ancak ihracın başlangıcında beklenen getiri, faiz oranı esas alınarak belirlendiği için yöneticiye başarı primi ödendiği ifade edilmektedir. İşte bu ödemeyle esasen İslam hukukunun temel amaçlarından olan servetin adaletli dağılımı ve belirli ellerde toplanmaması ilkesinin ihlal edilmiş olduğuna işaret edilmektedir (Usmani, 2007: 6, 7; Al-Amine, 2008: 8). Durmuş (2010: 154) da sukûk gelirlerinin faiz oranlarına bağlanmasını kanuna karşı hile olabileceği gerekçesiyle

eleştirmektedir. Özellikle sabit getiri taahhütlerinde, getirinin referans alındığı faiz oranlarının, dayanak varlığın gerçek getirisinden daha fazla olması halinde, bundan ekonomik gelişmenin olumsuz etkileneceği, zira hem yatırımcılara ilgili projenin getirisinden daha fazla kâr ödemekle zarara uğranacağı hem de aynı proje daha az maliyetle yapılabilecek idiyse bu nedenle zarar ortaya çıkacağı ifade edilmekte ve hazine sukûk ihraçlarında faiz oranlarına endeksli getiri taahhütlerinin, ülke ekonomisine olumsuz etkisi olacağına işaret edilmektedir (Jabeen & Javed, 2007: 417, 418). Bu noktada referans faiz oranı konusunda LIBOR uygulamasına tüm dünyada son verilmesi ve yerine "Risk Free Rates" şeklinde yeni bir referansın ikame edilmesi üzere çalışmalar yapıldığını ifade etmek gerekir. Bu çalışmalara ilişkin detaylı bilgi IIFM tarafından kamuya da açıklanmıştır (IIFM, 2021). Bu çalışmalar sonlandığında İslami finans kuruluşlarının da faize dayalı referanslar üzerinde getiri belirleme uygulamaları da sonlanabilecektir.

Benzer eleştiri Hazine'nin kira sertifikaları açısından da serdedilmektedir. Hazine'nin kira sertifikası ihraçlarında ödenen kâr oranının, aynı anda ihraç edilen altın tahvillerindeki faiz oranı ile aynı olmasından hareketle bu sonuca varılmaktadır. İki getiri oranının aynı ya da benzer olması tek başına işlemin geçersizliği sonucunu doğurmayabilecekse de bunun diğer tereddüt ve eleştirilerle birleştirildiğinde işlemin İslam hukukuna uygunluğunun şüpheye düşürdüğü eleştirisi dile getirilmektedir (Samar, 2019b: 328).

Yatırımcıların dayanak varlıklar üzerinde tasarruf yetkisinin olmadığı bir yapıda, bu varlıkların kaynak kuruluş tarafından nominal değer üzerinden satın alınma taahhüdü de veriliyorsa, işlemin niteliğinin krediye dönüştüğüne de işaret edilmektedir. Bu görüşe göre varlıkları geri alma taahhüdü ancak gerçek piyasa değerleri üzerinden ifa edilmelidir. Dolayısıyla bu tür garantiler vermek gayesiyle de özel amaçlı kurumlar oluşturulamayacaktır. Varlıkların kaynak kuruluş tarafından geri alınmasının aslında özel amaçlı kurumun kaynak kuruluştan bağımsız olmadığını gösterdiği gibi bu satış "ine satışı" olarak adlandırılan ve İslam hukukçularının çoğunluğu tarafından yasaklanmış olan bir işlem anlamına geleceği ifade edilmektedir (Dusuki & Mokhtar, 2010: 19, 20; Kahf & al-Saudi, 2016: 5). Dusuki&Mokhtar (2010: 23, 24), Amerika Birleşik Devletleri muhasebe standartlarından olan FAS 140 ve İngiltere'de geçerli International Financial Reporting Standards (IFRS) 39 hükümlerine göre alıcının varlık üzerinde tasarruf yetkisi bulunmuyorsa, satıcı bunlar üzerindeki kontrolünü devam ettiriyorsa ve alıcı sadece rehin ya da geri satım haklarını haiz bulunuyorsa, bu işlemin gerçek bir satış olarak değerlendirilemeyeceğine işaret ederek, bu tezlerini desteklemektedir.

Nitekim dayanak varlığın mülkiyetinin tüm riskleriyle birlikte alıcıya intikal etmediği, örneğin sat geri kirala işlemi temelinde gerçekleşen sukûk işleminin kiralama akdinde dayanak varlığın ziyaı durumunda kiracının malı önceden belirlenmiş bir fiyattan geri almayı taahhüt etmesi halinde, satış ve kiralamanın gerçek bir satım ya da kiralama sözleşmesi olmayacağı ve işlemin esasının bir konvansiyonel tahvil olarak değerlendirileceği ifade edilmektedir. Bu görüşe göre, işlem taraflarının bu şekilde gerçek iradelerini saklayarak yaptıkları işlemler için fazladan maliyete katlanılmaktadır. Zira aslında konvansiyonel sistem içinde aynı sonuca ilave bir özel amaçlı kurum kurmak zorunda olmadan ve dolayısıyla bu kurumun kuruluşu, işleyişi, dayanak varlıkların bakım-onarımı ve İslam hukukuna uygunluğu sağlamaya yönelik diğer masrafları yapmadan ulaşılabilecektir (El-Gamal, 2006: 109-110).

Yine organize teverruk, îne satışı ya da borç satışı gibi İslam hukukçularının büyük çoğunluğu tarafından temel kaidelere aykırı bulunan yöntemlere dayalı finansal ürünler kullanması da bu alandaki başka bir eleştiridir. Bu ürünler, İslami finans sisteminden beklenen spekülasyona dayalı işlemleri ortadan kaldırma, reel ekonomiyi destekleme ve bu sayede kalkınmayı sağlama gibi temel fonksiyonları icra edebilmekten uzak kalmaktadır (Bayındır, 2015: 224-227). Aksine bu ürünler konvansiyonel sistemin birer kopyası olarak karşımıza çıkmakta ve konvansiyonel sistemin ekonomik krizler karşısındaki zayıflığını İslami finans sistemine de ithal etmiş olmaktadır.

Bu kapsamda sukûk ihraçları açısından da bu temel yaklaşımların terkedilmemesi ve temel prensipleri ihlal etmeyecek bilgi ve kurumların ihdası çabalarından vazgeçilmemesi esas olmalıdır. Diğer ifadeyle konvansiyonel menkul kıymetleştirme sürecine ait kurum ve işlemlerin, şekli değişikliklerle aynen uygulanması yerine bunların temel prensipler açısından değerlendirilmesiyle varılacak sonuçlara göre kullanılması yolu tercih edilmelidir. Bu anlamda ihracı gerçekleştiren özel amaçlı kurumların gerek kuruluş gerekse faaliyetlerinde konvansiyonel sistemdeki muadillerini tekrardan kaçınması beklenecektir.

2.4.3. Diğer Eleştiriler

Yukarda zikredilen temel olumsuzlukların yanında sukûk ihraçlarından beklenen amaçların sağlanamaması esasına dayalı eleştiriler de karşımıza çıkmaktadır. Bu kapsamda faizsiz finans kurumlarının kendilerinden beklenen, küçük sermayeleri bir araya getirerek büyük sermaye oluşturma ve bu sayede toplumun genelinin iktisadi faydasını sağlama amacına hizmet edememesi, sukûk işlemlerinin karmaşık yapısı nedeniyle yatırımcıların, işlemlerin gerçek mahiyetini bilemeyecek olması karşısında, işlem taraflarının yapının her bir

adımının İslam hukuku kurallarına uygunluğunu kontrol etmemesi gibi eleştirilere de rastlanmaktadır. Yine akdin muktezasına uygun olmayan şartların sukûk yapısında yer alması ve sukûk ihracına dayanak varlıkların önceden belirlenmiş bir fiyattan geri alınmasına dair vaadin İslam hukukuna uygun bulunmaması da zikredilen eleştirilerdendir (Durmuş, Cebeci, & Begün, 2019: 228-230). Bu kapsamdaki bir başka eleştiri konusu ise uluslararası sukûk ihraçlarında getiri oranının dayanak varlıklardan elde edilmesi beklenen getiriye göre değil ülke riskine göre belirlenmesidir. Yine farklı yatırımcı gruplarına farklı getiri oranları ödenmesi de servetin adil dağılımı ilkesini ihlal etmiş olacağı gerekçesiyle eleştirilmektedir (Jabeen & Javed, 2007: 415, 416). Ayrıca uluslararası sukûk ihraçları açısından sözleşmelere uygulanacak hukuk olarak İslam hukukunun seçilememesinin ve genellikle İngiliz hukukunun seçilmesinin de İslam hukukunun amaçları açısından değerlendirildiği anlaşılmaktadır. Buna göre örneğin sukûk yatırımcılarının haklarının korunması, kaynak kuruluşun ve ihracın kredibilitesinin değerlenmesi gibi hususlarda hukuk seçiminin önemli bir unsur olduğu dolayısıyla İngiliz hukukunun seçilmesine neden ihtiyaç olacağı konusunun da İslam hukukunun amaçları açısından değerlendirilmesi gerektiği ifade edilmektedir (Aziz, Shahid, & Ibrahim, 2013: 8). Kanaatimizce bu seçimin temel nedeni, bir İslami finans işleminin tüm taraflarının menfaatlerini koruyabilecek mevzuat düzenlemelerine olan ihtiyacın, İslam ülkelerinin kendi hukuk sisteminde henüz karşılanamamış olmasıdır.

Sukûk ihracında İngiliz hukukunun seçiminin uygulamadaki sonuçları, uluslararası ihraçlar üzerinde önemli etkiler bırakan Dana Gas PJSC vs Dana Gas Sukûk Ltd &Ors arasındaki ihtilafta ortaya çıkmıştır. İngiliz mahkemelerinde açılan bu davada mahkeme, tarafların sözleşmelerdeki hukuk seçimine istianden davanın İngiliz hukukuna tabi olacağına karar vermiştir. Bu kapsamda mahkeme, İslam hukukunun temel kurallarına aykırılık gerekçesiyle geçersizliği iddia edilen Satın Alma Taahhüdünün (Purchase Undertaking), İngiliz hukukuna göre geçerli sayılacağına hükmetmiştir. Diğer ifadeyle İngiliz mahkemesi, taraflar arasındaki Satın Alma Taahhüdü belgesinin geçerli ve tarafları bağlayıcı olduğuna, belge içeriğinin İslam hukukuna aykırılığı iddialarının İngiliz hukuku açısından dinlenemeyeceğine hükmetmiştir. Dolayısıyla taraflar arasındaki bu alım taahhüdü, sukûk işleminin İslam hukukuna aykırılığı sonucunu doğuracak mahiyette bir anapara ya da kâr garantisi ihtiva etse de, İngiliz mahkemesi konuya sadece kendi iç hukuku açısından yaklaşarak, taahhüdü hukuka uygun ve geçerli saymıştır (England and Wales High Court, 2017a). Bu şekilde aslında tarafların işlemin başlangıcında uymayı kabul ettiği İslami finans prensiplerine açıkça aykırı bir hukuki sonuç ortaya çıkmış olmaktadır.

İngiliz mahkemelerinin İslam hukuku kurallarını, belirli bir ülkede uygulanan bir hukuk olmaması nedeniyle doğrudan uygulanabilir saymamalarının,

sukûk ihracı dışındaki İslami finans işlemlerinden kaynaklanan ihtilaflarda da ortaya çıktığı tespit edilmektedir (Hasan & Asutay, 2011).

Sukûk ihraçlarına getirilen bir başka eleştiri de dayanak varlıkların risklerinin ya da bakım-onarım sorumluluğunun kaynak kuruluşta kalmaya devam etmesidir. Uluslararası piyasalarda gerçekleşen sukûk ihraçlarında olduğu gibi Türkiye'de ihraç edilen kira sertifikalarında da dayanak varlıkların hasar ve ziyaı riskleri ile bakım ve onarım sorumlulukları, VKŞ ile kaynak kuruluş arasındaki sözleşmelere dercedilen hükümler yoluyla kaynak kuruluşta kalmaya devam etmektedir. İslam hukukçuları, dayanak varlıkların mülkiyetinin özel amaçlı kuruma devredildiğinden bahsedilebilmesi için bu varlık ya da hakların risklerinin de varlık kiralama şirketinde ve dolayısıyla yatırımcılarda olması gerektiğini ifade etmektedir. Buna göre devredilen varlık veya hakkın riskleri halen kaynak kuruluşta ise ya da bu varlık ve hakların bakım ve onarımları kaynak kuruluş tarafından yapılmaya devam edilecekse, bunların varlık kiralama şirketine devredildiği söylenemeyecektir.

Sukûk ihraçlarında dayanak varlıklara ilişkin bir başka eleştiri konusu, bir tür faiz hilesi olarak görülebilecek şekilde kaynak kuruluşun ekonomik değeri olmayan varlıkları ihraca dayanak göstermesi, birden fazla sözleşmenin tek bir vekâlet akdi içinde bir araya getirilmesi ve işlemde beklenen getirilerin üzerinde getiri elde edilirse bu fazlalığın vekile ait olacağının kararlaştırılması gibi temel ilkelere aykırı kabul edilen işlemlerdir (Samar, 2019a: 293-295). Özetle, bütün bu olumsuzluklar sukûk ihraçlarının tahvillerden farklı bir finansal araç olma özelliğini ortadan kaldırmakta ve bu finansal üründen beklenen amaçlara ulaşmaya engel olmaktadır. Bu nedenle kira sertifikası ihracının merkezinde yer alan özel amaçlı kurumlar olarak varlık kiralama şirketlerinin, bu olumsuz özellikleri ortadan kaldırmaya elverişli bir yapı ve işleyişle teçhiz edilmesi gerekecektir.

Üçüncü Bölüm
Ortaya Çıkışı ve Sukuk İhracındaki Yeri Bakımından Özel Amaçlı Kurumlar

Türkiye ve dünyadaki finansal faaliyetler içinde son derece yaygın ve önemli bir yere sahip olan ve bundan sonra da bu yaygınlığının artmaya devam edeceği anlaşılan özel amaçlı kurumların tanımı, ortaya çıkışı, hukuken ve iktisaden ne oldukları ya da hangi fonksiyonları icra ettiklerine dair bilgiler bu bölümde işlenecek konulardandır. Bu bölümde ayrıca, anılan kurumların yukarıda bahsedilen İslami finansın temel ilke ve prensiplerine uygunluğu hakkındaki görüş ve tespitlere yer verilecektir.

3.1. Özel Amaçlı Kurumların Tanımlanması

Özel amaçlı kurumların Türkiye'de ve dünyada standart hale gelmiş bir isminin ve tanımının olmadığı ancak konunun çeşitli akademik çalışmalarda ya da kamu ve özel kurumların rapor ve yayınlarında birbirine yakın şekilde, icra ettikleri fonksiyonlara göre ele alındığı tespit edilmektedir.

Türkiye açısından konuya bakıldığında, özel amaçlı kurumlar çeşitli yayınlarda "özel amaçlı kurum", "özel amaçlı kuruluş", "özel amaçlı şirket" gibi farklı şekillerde isimlendirilmektedir (Bafra, 2016: 38; Bayındır, 2007: 254; Doğru, 2007: 16). Türk Muhasebe Standartlarında örneğin "FFMS 23 Konsolidasyon" başlıklı standartta "özel amaçlı işletme" olarak bahsedilen bu kurumlar, anılan standarda göre özel faaliyetleri gerçekleştirmek ve özel amaçlara ulaşmak için kurulmaktadır. Özel amaçlı işletme terimi SPK'nın II-26.1 Pay Alım Teklifi Tebliği'nde ve FFMS 34 (Sukûk Sahipleri İçin Finansal Raporlama) standardında da kullanılan bir kavramdır.

SPK'nın yayımladığı III-48.3 Nolu Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, III-52.4 Nolu Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği ve III-48.1 Nolu Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği hükümlerinde, yatırım yapılabilecek kurumlar olarak "özel amaçlı şirket" ya da "özel amaçlı anonim şirket" terimleri kullanılmaktadır. Anılan düzenlemelerde bu kurumlar, faaliyet alanları özel olarak tanımlanan

girişim şirketlerine yatırım amacıyla kurulan ya da gayrimenkul işlemleri ile sınırlandırılmış olan anonim şirketler olarak tanımlanmaktadır. Birleşme ve devralma izin müracaatlarına ilişkin Rekabet Kurulu kararlarında da, bu kuruluşların "özel amaçlı şirket" olarak isimlendirildiği görülmektedir.[5] III-61.B/1 Nolu Projeye Dayalı Menkul Kıymetler Tebliğinde de "özel amaçlı şirket" terimi kullanılmakta ve "münhasıran projenin gerçekleştirilmesi veya yürütülmesi için kurulmuş şirket" olarak tanımlanmaktadır.

Benzer bir düzenleme Bankaların Sermaye Yeterliliğinin Ölçülmesine Ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik'te yer almaktadır. Anılan Yönetmelikte "özel amaçlı menkul kıymetleştirme şirketi" unvanlı bir kurum tanımlanmaktadır[6].

Yine SPK Tebliğlerinde farklı isimler altında özel amaçlı kurumlara değinilmektedir. Bunlara, sadece belirlenmiş ve sınırlanmış bir amaçla kurulan kurumlar olarak baktığımızda karşımıza örnek olarak; yatırım fonları, portföy yönetimi şirketleri, ipotekli finansman kuruluşları, konut ve varlık finansmanı fonları, proje finansman fonları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, kitle fonlama platformları, birleşme amaçlı ortaklıklar, değerleme ya da denetim kuruluşları, derecelendirme kuruluşları, takas ve saklama kuruluşları ile veri depolama kuruluşları gibi kurumlar çıkmaktadır. Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili Tebliğlerde, bunlardan bazılarının anonim şirket şeklinde kurulması öngörülmekteyken, bazılarının da inançlı mülkiyet temeline dayalı fonlar gibi tüzel kişiliği haiz olmayan mal toplulukları olarak tanımlandığı görülmektedir.

Sukûk ya da Türk Hukukundaki ismiyle "kira sertifikası" ihraçları için, anonim şirket şeklinde kurulan özel amaçlı kurumlar ise, mevzuatımızda "varlık kiralama şirketi" olarak isimlendirilmektedir. Bu isim, Sermaye Piyasası Kanunu (SerPK) ve ilgili Tebliğlerinde de, KFBYK'da da koşuttur.

Yabancı kaynaklarda ise bu kurumlara "special purpose vehicles (SPVs)" (Alkhan, 2016: 20; Gorton & Souleles, 2013: 549), "special purpose entities (SPEs), "Structured investment vehicles (SIVs) (Amoruso & Duchac, 2014: 108, 113;

---

5 Rekabet Kurulunun çeşitli kararlarında bu özel amaçlı kurumların, Türkiye ya da yurtdışında başkaca herhangi bir ticari faaliyeti olmaksızın sadece izin talebine konu olan şirket hisselerini devralmak amacıyla kurulduğu ve hisse devir işlemlerinde sıklıkla başvurulan bir yöntem olduğu tespit edilebilmektedir (Rekabet Kurulu Kararı - Rekabet Kurulu, K. 20-13/171-90 T. 05.03.2020; Rekabet Kurulu, K. 18-49/758-365 T. 27.12.2018; Rekabet Kurulu, K. 11-22/382-119 T. 07.04.2011; Rekabet Kurulu, K. 05-71/981-270 T. 21.10.2005).

6 Burada özel amaçlı menkul kıymetleştirme şirketi, sadece menkul kıymetleştirme işlemi için kurulan; bu amaç dışında faaliyette bulunamayan; kendi yükümlülükleri ile kurucu bankanın yükümlülüklerini ayıran bir yapıya sahip olması hedeflenen ve bu şirketin alacaklılarının bu alacaklarını rehin ya da takasa konu edebilecek olan bir fon kuruluşu veya tüzel kişi olarak tanımlanmaktadır. Bu tanıma göre karşımızda tam bir özel amaçlı kurum bulunduğu şüphesizdir.

Hartgraves & Benston, 2002: 246)", "financial vehicle corporations (FVCs) (Gofrey, Kileen & Moloney, 2015: 49; Brooks, et al., 2015: 4)", "special purpose company (SPC)" (Alsayyed, 2015: 68) ya da "shell companies, project companies" (Sainati, et al., 2020: s. 3) gibi farklı isimler verildiği görülmektedir. Yine "Protected Cell Companies (PCC)" ya da "Segregated Portfolio Company (SPO)" gibi özel amaçlı kurumların olduğu da tespit edilmektedir (Bafra, 2016: 38). Çalışmamızın konusu olan sukûk ihraçları için kurulan özel amaçlı kurumlar SPV, SPE ya da SPC olarak ifade edilmektedir. Çeşitli kaynaklarda SPV ve SPE'nin esasen farklı iki kurum olarak kabul edilmesi gerektiğine dair görüşler varsa da (Alkhan, 2016: 23, 24) genel olarak bu kavramlar literatürde aynı anlamda kullanılmakta olup, çalışmamızda da aynı anlama gelecek şekilde kullanılacaktır.

İsimlendirmede olduğu gibi, özel amaçlı kurumların tanımı konusunda da uygulama ve doktrinde bir yeknesaklık olmadığı görülmekte, esasen bunların tanımının, kendisinden beklenen ekonomik ve hukuki fonksiyonlar nazara alınarak yapıldığı tespit edilmektedir.

Bu kurumların tanımına ilişkin inceleme ihtiyacımızın nedeni ise, özel amaçlı kurumların taraf oldukları akitlerin ve yaptıkları işlemlerin hangi kurallara göre değerlendirileceğini tespit edebilmektir. Bir hukuki durum, eylem ya da işlem hakkında doğru bir değerlendirme yapabilmek için, konuyla ilgili uygulanacak kuralları eksiksiz bir şekilde tespit etmek gerekir. Bunun için ise değerlendirmeye konu durum, eylem ya da işlemin hukuki açıdan nasıl tanımlanacağına karar verilmelidir.

Buna göre hukuki bir kurumun tarif edilmesinin amacı, öncelikle bu kurumun var olup olmadığını belirlemek ve bu doğrultuda bunu diğer kurumlardan ayırmaktır. Bu ayrımın amacı ise tarafların hak ve yükümlülüklerinin ve bunlara uygulanacak hükümlerin belirlenmesidir (Domaniç, 2010: 7).

Türk hukukunda özel amaçlı kurumların genel bir tanımı bulunmamaktadır. Ancak bu kurumların sukûk işlemlerine ilişkin bir tanımına FFMS 34 - Sukûk Sahipleri İçin Finansal Raporlama standardında yer verilmektedir. Yukarıda işaret ettiğimiz üzere anılan Standart bu kurumları özel amaçlı işletme olarak kabul etmekte ve tüzel kişilik, trust, sınırlı ortaklık gibi yapılarda kurulabilen sınırları belirlenmiş finansal amaçlarla kurulan bir hukuki varlık şeklinde tanımlamaktadır.

Yabancı kaynaklarda da bu kurumlar (SPV, SPE, SPC, SIV ya da FVC), icra ettikleri fonksiyona göre tanımlanmaktadırlar. Konuya ilişkin kaynaklarda yer alan tanımlara aşağıda bazı örnekler verilecektir.

Özel amaçlı kurumlar (SPV ya da SPE), sponsor ya da kaynak kuruluş olarak adlandırılan bir şirket tarafından malvarlığı aktarımı suretiyle finansman

temini, birleşme devralmalar, menkul kıymetleştirme, vergi avantajları ve proje uygulamaları gibi farklı alanlarda belirli özel amaçlarla veya sınırlanmış faaliyetlerle iştigal etmesi için kurulan ve sınırlı hukuki kişilikleri olan kurumlardır. Özel amaçlı kurumlar kuruluş amaçları dışında bir amaç edinemez ve bağımsız karar alamazlar. Bu şirketlerin tabi olacağı kurallar ve faaliyet sınırları baştan belirlenmiştir. Özel amaçlı kurumlar, sermaye şirketi, sınırlı sorumlu ortaklıklar, limited şirketler, trust ya da anonim şirket olarak kurulabilmektedir. Bunlar, kurucusunun bir iştiraki olabileceği gibi, "yetim SPV (orphan SPV)" olarak herhangi bir başka şirketle vergi, muhasebe ya da hukuki açılardan konsolide edilmeyecek veya kısmen konsolide edilecek şekilde de kurulabilecektir (Gorton & Souleles, 2013: 555). SPE'ler, işlem yetkileri ya da faaliyetleri kuruluş belgeleri ve tarafı olduğu sözleşmelerle kısıtlanmış, varlıkları ya da sorumlulukları işlem tarafları arasında dağıtabilme gibi sınırlı ve önceden belirlenmiş amaçlar veya zaman için kurulmuş, fiziki ya da finansal varlığı ve çalışanları bulunmayan veya çok az olan, bu sayede iflas riskinden uzak tutulabilen, ancak çoğunlukla bir başka finansal kurumun uydu şirketi ya da bağlı şirketi olarak yapılandırılmış bir hukuki varlığı bulunan, bir tür "tabela şirketi" olarak ifade edilen kuruluşlardır (Brooks et al., 2015: 7, 8; Golden & Hughes, 2018: 3, 4).

Uluslararası kuruluşların belgelerinde de özel amaçlı kurumlar SPE olarak benzer bir mahiyette tanımlanmaktadır. Buna göre SPE'ler, evrensel bir tanımı olmamakla birlikte, hiç çalışanı veya faaliyeti olmayan ya da çok az olan, kurucusunun bulunduğu ülke dışında kurulan, önemli bir üretim faaliyeti üstlenmekten ziyade, sermaye temini ya da varlık ve yükümlülükleri muhafaza eden bir araç olarak tanımlanmaktadır. Buna göre bir kuruluşun özel amaçlı kurum olarak tanımlanması için hukuki bir varlığının olması, kurulu bulunduğu ülkede yetkili makamlarca tescil edilmesi, kurulu bulunduğu ülkenin hukuki ve mali yükümlülüklerine tabi olması, doğrudan ya da dolaylı olarak kurulu bulunduğu ülke dışında bir grup tarafından yönetilmesi, kurulu bulunduğu ülkede herhangi bir üretimi, çalışanı ya da fiziki varlığı olmaması veya bunların çok az olması, tüm varlık ve yükümlülüklerinin başka ülkelerden yapılan yatırımları temsil etmesi, ana faaliyetinin bir holding yapısı içinde yürütülmesi gerektiği ifade edilmektedir (OECD, 2009: 102). SPE; sponsor, kaynak kuruluş, satıcı ya da yönetici olarak da adlandırılan bir başka kuruluşun (bu kuruluşlar genellikle banka, finans şirketleri, yatırım bankaları ve sigorta şirketleri olabilmektedir) yönetiminde oluşturulan, sermaye şirketi, trust, ortaklık ya da sınırlı sorumlu şirketler olarak kurulabilen, belirli varlık ya da yükümlülükleri satın alma veya finanse etmeyle sınırlı faaliyetleri icra etme amaçlı kuruluşlar olarak tanımlanmaktadır (Basel Committee on Banking Supervision, 2009: 1, 2). Özel amaçlı kurumların, vergi avantajlarından yararlanma, finansal risklerden

kaçınma, belirli varlıkların finansmanı veya birleşme gibi amaçlarla gibi sınırlı ve geçici amaçlarla kurulan yapılar olduğu ifade edilmektedir (UNCITRAL, 2012 : 7, dipnot 7). Avrupa Merkez Bankası düzenlemelerine göre, bir kurumun özel amaçlı kurum (FVC) olarak tanımlanabilmesi için, bu kurumun menkul kıymetleştirme sürecinde faaliyet göstermesi, iflas riskinden ya da kaynak kuruluşun temerrüt riskinden uzak olacak şekilde yapılandırılması gerekir. İhraç açısından ise bu kurumun, menkul kıymet, menkul kıymet fonu ya da diğer borçlanma araçları ile finansal türevleri kamuya ya da özel sektöre ihraç etmesinin gerekliliği ifade edilmektedir (Gofrey, Kileen & Moloney, 2015: 49, dn 7).

Başka bir tanıma göre özel amaçlı kurumlar (SPC), iflas riskinden uzak olarak, belirli varlıkları satma ve finanse etmek şeklinde özel ve sınırlı bir amaçla ve süreyle kurulan ve hukukun kendisini bir varlık olarak tanıdığı ancak kâğıt üzerinde kurulmuş şirketlerdir (Alsayyed, 2015: 69, 70). Bir başka yazar özel amaçlı kurumların (special purpose entity) aynı zamanda münferit amaçlı kurum (single purpose entity) ya da iflas riskinden ari kurum (bankruptcy-remote entity) olarak da tanımlandığına işaret etmektedir (Baudistel, 2013: 1313, 1314).

Sonuç olarak uluslararası finans alanındaki uygulayıcı, politika yapıcı ya da kanun koyucular tarafından özel amaçlı kurumlar için yapılmış yeknesak bir tanım bulunmamakta, ancak OECD, Avrupa Merkez Bankası ve IMF tarafından oluşturulan teknik çalışma gruplarında bu konu üzerinde durulduğu kaydedilmektedir (Golden & Hughes, 2018: 4). Türkiye uygulamasında sukûk ihraçları açısından bakıldığında ise özel amaçlı kurumlar, yalnızca kira sertifikası ihracı için 'varlık kiralama şirketi' olarak kurulan anonim şirketlerdir.

3.2. Konvansiyonel Sistemde Özel Amaçlı Kurumlar

3.2.1. Özel Amaçlı Kurumların Ortaya Çıkışı

Özel amaçlı kurumların ortaya çıkması esasen, menkul kıymetleştirme sürecinin bir sonucudur. Diğer ifadeyle günümüzün konvansiyonel finans alanında kullanılan özel amaçlı kurumları, menkul kıymetleştirme ile birlikte ortaya çıkmışlar ve menkul kıymetleştirmeye koşut olarak yaygınlaşmışlardır. İslami finans perspektifinden bakıldığında da benzer bir durumla karşı karşıya kalınmakta olup, bu alanda da modern özel amaçlı kurumların ortaya çıkışı, menkul kıymetleştirme ile birlikte gerçekleşmiştir.

2001'de patlak veren Enron skandalına[7] kadar ciddi bir değerlendirme ve eleştiriye maruz kalmayan özel amaçlı kurumların, Enron skandalı sonrası

7 Enron skandalı: Enron Corporation, Amerika Birleşik Devletleri'nde, ülkenin en büyük enerji ve gaz sağlayıcısı olarak faaliyet gösteren Enron Corporation'ın 2011 yılında iflas etmesiyle ortaya çıkan

bütün dünya ekonomilerinde çok daha dikkatle incelendiği ve finans sistemi için yol açacağı olası tehlikelerle ilgili önemli çalışmalar yapıldığı anlaşılmaktadır. Çalışma konumuz açısından bu teorik tartışma ve çalışmaların ayrıntılarına değinilmeyecek, sadece konumuzla ilgili hususlar değerlendirme kapsamına alınacaktır.

Özel amaçlı kurumların finans hayatına ne zaman girdiğine dair literatür incelendiğinde, bu kurumların temelinin, esasında İslam hukukundaki "vakıf" müessesesine dayandığına ilişkin görüşler ortaya çıkmaktadır. Alkhan (2016: 207, 208) konuyla ilgili olarak, özel amaçlı kurum yapısının konuya ilişkin farklı görüşler varsa da, İngiliz hukukundaki "trust" kurumundan türetildiğini, trust yapısının kaynağının ise İslam hukukundaki vakıf kurumu olduğunu ifade etmektedir.

Modern anlamda özel amaçlı kurumların, menkul kıymetleştirmeye koşut olarak, 1970'lerin sonu ile 1980'lerin başlarında, banka ve diğer şirketlerin, tüketici kredisi alacaklarını bilanço dışına çıkarmak suretiyle paraya tahvil etmelerine yardımcı olmak amacıyla türetildiği kaydedilmektedir. SPE'lerin erken dönemde aynı zamanda, uzun dönemli kira sözleşmeleri tahtında fabrika ve teçhizat temini işlemlerinde de kullanıldığı ifade edilmektedir (Hartgraves & Benston, 2002: 246). 1980'ler, özel amaçlı kurumların bir finansal model olarak kullanılmaya başlandığı dönem olarak ifade edilmektedir. Bu dönem aslında muhasebe standartlarında yapılan tadillerle, özel amaçlı kurumların kullanılmasının önünün açıldığı bir dönemdir. 1984'te ilk kez Amerika Birleşik Devletleri'nde muhasebe sözlüklerinde "*special purpose entities*" teriminin kullanıldığına işaret edilmektedir (A.g.e.: 251).

1990'lar ise özel amaçlı kurumların taraf olduğu işlemlerin yaygınlaştığı bir dönem olarak görülmektedir. Bu dönemde, makine leasingleri, araştırma-geliştirme faaliyetleri, konut kredileri, kredi kart alacakları, araç kredileri, eğitim kredileri ve sentetik leasing işlemlerinde özel amaçlı kurumların kullanımının yaygınlaştığı,1990'ların ortalarından itibaren ise İslami finans alanında özel amaçlı kurumların kullanılmaya başlandığı tespit edilmektedir (Alkhan, 2016: 36; Amoruso & Duchac, 2014: 111).

2000'ler Enron skandalının, özel amaçlı kurumlara olan yaklaşımı değiştirdiği bir dönemdir. Enron skandalının ortaya koyduğu gerçekler karşısında muhasebe standartlarında önemli değişiklikler yapılmış, özel amaçlı kurumların

---

denetim ve yolsuzluk skandalı olarak kaydedilmektedir. Bu iflas çok önemli finansal etkilerinin yanında o güne kadar yeteri kadar incelenmemiş olan özel amaçlı kurumların da tüm ülkelerde yeniden ele alınmasını ve düzenlenmesini gerektirmiştir. Zira yapılan incelemelerde firmanın, binlerle ifade edilen özel amaçlı kurumlar (SPE'ler) kurduğu ve bu SPE'ler aracılığıyla borçluluk durumunu, malvarlıklarını ve dolayısıyla gerçek finansal yapısını yatırımcılardan ve denetleyici otoritelerden sakladığı ortaya çıkarılmıştır.

bilanço dışı kabul edilmeleri zorlaştırılmış ve konsolidasyonun avantaj ve dezavantajları ortaya konarak, bu kurumlara müracaat hususunda bir kar/zarar dengesi oluşturulmaya çalışılmıştır. Zira Enron skandalı özel amaçlı kurumların, şirketlerin mali bünyeleri, alacak-borç durumları ve ödeme güçleri konusunda, yatırımcıları ve denetleyici kurumları yanıltma ve yanlış yönlendirmede nasıl etkili bir araç olarak kullanılabildiğini göstermiştir.

Özel amaçlı kurumların sadece özel sektörün finansal faaliyetlerinde değil, en başından itibaren kamu sektöründe de kullanıldığı anlaşılmaktadır. Nitekim modern anlamda özel amaçlı kurumların anavatanı sayılabilecek olan Amerika Birleşik Devletleri'nde, kamu kurumlarının kurduğu özel amaçlı kurumlar 19. yüzyıl sonlarında ilk kez kullanılmıştır. 1960'lardan itibaren ise özellikle eyalet hükümetlerinin borçlanmalarının teminatsız olmasından kaynaklanan finansman güçlüğünü aşmak, teminatlı finansmanlar sağlayabilmek amacıyla özel amaçlı kurumların türetildiği kaydedilmektedir (Eger, 2011: 57; Schwarcz, 2012: 371). Bu özel amaçlı kurumlar hükümet tarafından kurulmuş ve kuruluşları mevzuat hükümlerine dayanmakta olmasına rağmen, hukuken anılan hükümetlerden ayrı bir tüzel kişiliği haizdir. Yine, bunların amaçlarını gerçekleştirme amaçlı yönetim biçimleri de hükümet kontrolü dışındadır. Bu açıdan genel kamu kurumlarından farklı ve klasik kamu yönetim yapısı dışında oldukları kabul edilmektedir (Eger, 2011: 59).

Menkul kıymetleştirme sürecinde, yatırımcıları belirli bir şirketin ticari alacak setine (dayanak varlık havuzuna) yatırım yapmaya ikna etmek için bu alacakların, tahsil edildiğinde sadece yatırımcılara ödeneceğini ve yatırımcıların sermayesinin geri ödeneceğini gösterebilmek gerekmiştir. İşbu bu amacı gerçekleştirmek için de, özel amaçlı kurumlara olan ihtiyaç gündeme gelmiştir.

Yine menkul kıymetleştirme süreci, işleme dayanak varlıkların getirilerinin kaynak kuruluştan yatırımcılara transfer edilmesini gerektirmektedir. Menkul kıymetleştirmeye dayanak olarak kullanılan bu getiriler çok çeşitli türlerde olabilmektedir. Bu noktada bunların tamamının yatırımcılara ayrı ayrı transferi hukuken mümkün olsa da uygulamasının çok zor olması ve maliyeti açısından işlemin kârlılığını azaltması nedenleriyle bu transferin daha kolay bir yolu aranmıştır. Bu kapsamda anılan dayanak varlık getirilerini tüm yatırımcılar adına devralacak ve menkul kıymetleştirme süresince elinde tutacak bir araç ihtiyacı doğduğu ve bu finansal gereksinimin özel amaçlı kurumların ortaya çıkmasına yol açtığı ifade edilmektedir. Zaman içinde özel amaçlı kurumların finans sistemindeki rolleri ve fonksiyonları çeşitlenmiş ve genişlemiştir (Alsayyed, 2015: 76).

Bir başka yaklaşıma göre de özel amaçlı kurumların ortaya çıkması, tam rekabetçi bir sermaye piyasası modelinin gerçekleşmemesinden kaynaklanmaktadır. Buna göre tam rekabetçi bir piyasa modelinde firmaların değeri, bunların kurumsal sorumluluklarının hangi farklı yöntemlerle bölündüğüne göre değişmemektedir. Şayet sermaye piyasasında tam rekabet şartları geçerliyse, firmaların özel amaçlı kurumlar oluşturmalarına gerek kalmayacaktır. Zira burada sermaye maliyeti, bu sermaye, borçlanma araçlarından da hisse senedi ihraçlarından da temin edilse tahvillerin faiz oranına eşit olacaktır. Dolayısıyla da fon ihtiyacı olan firmanın özel amaçlı kurumlar yoluyla menkul kıymet ihracı yapması ile yeni pay senedi ihraç etmesi arasında bu anlamda fark olmayacaktır. Oysa sermaye piyasalarında tam rekabet şartları geçerli değildir. Bu nedenle de firmaların özel amaçlı kurumlar vasıtasıyla özellikle menkul kıymetleştirme ve bilanço dışı finansman yöntemleriyle fon temini bir gereklilik olmaktadır. Bahse konu eksik rekabet durumu sadece konvansiyonel finans alanında değil, İslami finans alanında da geçerli olmaktadır. Bu nedenle de her iki alanda da özel amaçlı kurumlara ihtiyaç ortaya çıktığı vurgulanmaktadır (Iacobucci & Winter, 2005: 169)

3.2.2. Özel Amaçlı Kurumların Kuruluş Amaçları ve Kullanım Alanları

Özel amaçlı kurumlar genel olarak alacak ya da varlıkları, kaynak kuruluştan izole etmek amacıyla ve menkul kıymetleştirilecek varlıklar için bir güvenli liman olmak üzere kurulmaktadır (Doğru, 2007: 69). Kuruluş amacı, esas olarak kurucusunun çeşitli finansal menfaatlerini temin etmektir. Diğer ifadeyle özel amaçlı kurumlar kendisine ait bir menfaatin temini için değil, kurucusunun belirli bir finansal faaliyetini (menkul kıymetleştirme, proje finansmanı, fon temini gibi) gerçekleştirmek ve bu kapsamda kurucunun faydası için işlem tesis etmek amacıyla kurulmaktadır. Buna göre özel amaçlı kurumların, tek bir şirketin menfaati için, sınırlı bir amaçla, sınırlı bir süreyle ve sınırlı faaliyetleri icra etmek için oluşturulan kurumlar olduğuna işaret edilmektedir (Hartgraves & Benston, 2002: 246). Bu nedenle, kurucusu tarafından yetkileri sınırlanmış ve önceden belirlenmiş bir amaç için kurulmakta, fiil ehliyetleri de bu amaçla sınırlanmaktadır. Burada bahsedilen menfaatler genel olarak borçlanma maliyetlerinin düşürülmesi, finansal risklerin kaynak kuruluştan alınması, hukuki işlem kolaylıkları ve vergi avantajları şeklinde tezahür edebilmektedir. Konvansiyonel sistemde özel amaçlı kurumların temel kullanım alanı yukarıda işaret edildiği üzere menkul kıymetleştirme işlemlerine aracılık etmektir.

Nitekim konvansiyonel sistemde özel amaçlı kurumların ortaya çıkmasının ardındaki düşüncenin, bu kurumlara devredilen ve yatırımcıların kazanç ya da

kayıplarının bağlı olduğu varlık ya da yükümlülüklerin maruz kalacağı riskleri azaltabilmek olduğuna işaret edilmektedir (Newman, 2007: 99). Bu kurumlar genel olarak incelendiğinde kurucusunun ihtiyacı olan harici finansmanı temin etme veya proje risklerini sermaye sahipleri arasında dağıtarak azaltma gibi ihtiyaçları karşılamak için kuruldukları tespit edilebilmektedir.

Bu çerçevede özel amaçlı kurumların (SPV/SPE/FVC), kuruluş amaçları aşağıdaki şekilde özetlenebilecektir:

- Özel amaçlı kurumlar finansman temini ve risklerden korunma amacıyla kurulabilmektedir. Bu sayede yeni bir girişim, kurucusunun daha uygun borçlanma maliyetleri üzerinden, borç yükünü arttırmadan ya da kurucunun hissedarlarının pay oranlarında bir azalmaya neden olmadan finansman ya da sermaye temin edebilecektir. Burada kurucu firma, belirli bir projesini dışarıdan finansmana açmakta ve yatırımcılar firmanın tamamına yatırım yapmadan ya da tamamına sermaye koymadan sadece belirli bir projeyi finanse edebilmektedir. Özel amaçlı kurum ise daha önce borçlanmamış olduğundan ve elinde yeni bir varlık portföyü olacağı için daha yüksek kredi notları almakta ve bu sayede daha az maliyetle krediye kavuşabilmektedir (PWC, 2011: 5).
- Risk paylaşımı, aktarımı ve dağıtımı suretiyle, kamu özel işbirliği projeleri ya da büyük finansman kaynağı ihtiyacı olan projelere girişen bir şirket, finansal risklerden koruma sağlayabilmektedir. Bu anlamda proje finansmanları, leasing, faktoring gibi işlemlerde de özel amaçlı kurumların kullanıldığı görülmektedir. Yine ulaşım, enerji, petrol ve gaz, haberleşme, kentsel yenileme, mega projeler gibi yüksek finansman ve karmaşık hukuki işlemler gerektiren faaliyetlerde özel amaçlı kurumlar; bu projelerin finansmanı, nakit akışlarının düzenlenmesi, lisans haklarının korunması gibi önemli görevler ifa etmektedir.
- Özel amaçlı kurumlar sayesinde karmaşık finansal işlemlere katılan sermaye sahiplerini, farklı alacaklı gruplarına ayırarak risk ve getiri farklılaştırması yapılabilmekte, varlıklar üzerinde daha kolay bir mülkiyet ve tasarruf hakkı tesis edilebilmektedir. Örneğin çok sayıda alıcının bulunması gereken bir işlemde özel amaçlı kurum bu varlıkları her bir alıcıyla ayrı işlemler yapmaya gerek kalmaksızın onlar adına devralacak ya da devredebilmesi mümkün olabilmektedir.
- Özel amaçlı kurumlar, residential mortgage-backed securities (RMBS-konut finansmanı temelli ipotek teminatlı menkul kıymetler), commercial mortgage-backed securities (CMBS-ticari kredi temelli ipotek teminatlı menkul kıymetler), collateralised debt obligations (CDOs-teminatlı borç temelli yükümlülükler), collateralised loan obligations (CLOs-teminatlı

kredi temelli yükümlülükler), asset-backed commercial paper (ABCP-varlığa dayalı ticari senet) programları ve structured investment vehicles (SIVs-yapılandırılmış yatırım araçları) gibi geniş bir finansal kullanım alanına sahip bulunmaktadır (Basel Committee on Banking Supervision, 2009: 50, 53).

- Özellikle Asya ve Ortadoğu'da gerçekleştirilen kamu-özel işbirliği projeleri (PPP) uygulamasında da özel amaçlı kurumların yer aldığı tespit edilmektedir. Endonezya'da özel amaçlı kurumların borç yapılandırması, alt yapı projelerinin finansmanı, enerji projeleri gibi alanlarda kullanıldığı, bunların başlangıçta özellikle finansal açıdan çok incelenmese de kamu projelerinde kullanılmalarından sonra daha dikkatle incelendiği kaydedilmektedir (Na'im, 2006: 17).

Şu hususa da işaret etmek gerekir ki küresel ekonomide yaşanan finansal krizlerin de gösterdiği üzere özel amaçlı kurumlar, yatırımcıları veya denetime yetkili kamu makamlarını yanıltarak, firmaların finansal durum ya da sermaye yapısının gerçek durumunun gizlenmesi amacıyla da kullanılabilmektedir. Bu kapsamda özel amaçlı kurumlar muhasebe hilelerinin bir aracı olarak veya kurucusunun mali kayıp ve zararlarını saklama amacıyla kötü niyetle de kurulabilmiştir.

Nitekim özel amaçlı kurumların bu kötüye kullanım ve küresel finansla krizlere neden olmaları sonrası özellikle Amerika Birleşik Devletleri ve Avrupa'da konuya ilişkin önemli mevzuat düzenlemeleri gerçekleştirilmiş ve bu kurumlar üzerindeki denetim ve gözetimin arttırılması yoluna gidilmiştir.

3.2.3. Özel Amaçlı Kurumların Ortak Özellikleri

Kuruluş maksatlarına erişebilmek için özel amaçlı kurumlar, yukarıda işaret edildiği üzere sermaye şirketleri, ortaklıklar, sınırlı sorumlu şirketler, fonlar, "trust"lar gibi çeşitli hukuki türlerde finansal iştirak, aracı kurum, holding şirketi, paravan şirket ya da tabela şirketi formlarında kurulabilmektedir (Brooks et al., 2015: 5, 6; Gorton & Souleles, 2013: 550). Özel amaçlı kurumlar farklı ülkelerde farklı hukuki tiplere sahip bulunmakta olup, Amerika Birleşik Devletleri'nde genellikle limited liability company (sınırlı sorumlu şirket), turst ya da limited liability partnership (sınırlı sorumlu ortaklık) olarak kurulmaktadır. Avrupa'da, sınırlı sorumlu şirket, yerel ya da offshore ülkelerde kurulu sınırlı amaçlı kuruluşlar olarak; Kanada'da charitable trust olarak kurulmaktadır (Pearce & Lipin, 2011: 193). Yine özel amaçlı kurumların sermaye şirketi ya da ortaklık olarak kurulduğu da kaydedilmektedir. Örneğin İsviçre ve Hindistan'da trust olarak, Arjantin'de yatırım fonu, turst ya da şirket olarak ve Hollanda'da ise 'stitching (bir tür vakıf yapısı)' olarak kurulduğu tespit edilmektedir (Basel Committee on Banking Supervision, 2009: 47; PWC, 2011: 6).

Çeşitli hukuk sistemlerinde tüzel kişilik ya da hukuki işlem ehliyetleri konusunda birbirinden farklı düzenlemeler bulunmasına rağmen, her bir hukuk sisteminin kendi iç düzenlemelerine uygun özel amaçlı kurumlar ihdas edilebilmiştir. Bunun da temel sebebi elbette ekonomik aktörlerin bu kurumlara olan ihtiyacı ve bu kurumlar sayesinde elde edilebilen faydalardır. Bu anlamda özel amaçlı kurumlar, kurucusundan bağımsız hukuki bir varlık olarak kurulabildiği gibi tüzel kişiliği ya da kurucusundan ayrı bir hukuki varlığı olmayan mal toplulukları olarak da kurulabilmektedir.

Özel amaçlı kurumlar esas olarak belirli ve sınırlı amaçlar için kurulduğundan, kuruluş amacına göre varlık, hak, alacak ya da riskleri iktisap etme, bunları elde tutma ve bunlar üzerinde tasarrufta bulunma yetkileri ilgili mevzuat, kuruluş belgeleri ve sözleşmelerle belirlenmekte ve sınırlanmaktadır (Gorton & Souleles, 2013: 556). Özel amaçlı kurumlar, anılan sınırlı amaç ve faaliyet izinleri nedeniyle "beyin ölümü gerçekleşmiş" ya da "otomatik pilotta giden" kurumlar olarak da tanımlanmaktadır (Alsayyed, 2015: 82). Gorton&Souleles (2013: 550) de özel amaçlı kurumları, herhangi bir çalışanı bulunmayan, ekonomik karar alma hususunda bağımsızlığı, fiziki bir faaliyet merkezi olmayan ve iflası da mümkün bulunmayan "robot şirketler" olarak tanımlamaktadır. Bu tanımlar aslında karşımızda klasik bir hukuki süje olmadığını göstermekte, bu bakımdan bizi anılan yapının hukuki niteliği, amaçları ve faaliyetleri açısından klasik hukuk kişilerinden farklı bir değerlendirmeye tabi tutulması gerektiği sonucuna götürmektedir.

Özel amaçlı kurumların sukûk ihracındaki konumuna ilişkin olarak, bir İngiliz Yüksek Mahkemesinde görülen davada, anılan mahkemenin değerlendirmeleri bu açıdan kayda değer niteliktedir. Bu davada İngiliz mahkemesi özel amaçlı kurumun (Golden Belt) sukûk ihraçlarındaki rolü ve fonksiyonu hakkındaki değerlendirmeleri şu şekilde ifade edilmiştir:

> *Golden Belt bu işlemde sadece sukûk ihracı için kurulmuş bir özel amaçlı kurumdur (SPV). İşlem süreçleriyle ilgili kararları bu SPV vermemekte, sürecin düzenleyicisi olan BNP'nin taleplerine göre işlem tesis etmektedir. SPV'nin ikinci fonksiyonu ise sukûk sahiplerinin haklarını koruyan bir emanetçi olmasıdır. Bu işlemde Golden Belt, doğrudan bir menfaat sahibi olmayıp, sadece sukûk sahiplerinin menfaatine hareket etmektedir. Nitekim işlemle ilgili BNP kayıtlarında Golden Belt, "tabela şirketi" olarak tanımlanmıştır. Dolayısıyla, bu davaya konu bononun ıslak imzalı olmaması nedeniyle geçersizliğinden ortaya çıkacak zararlar, Golden Belt firmasının değil, sukûk sahiplerinin zararı olacaktır. Golden Belt firmasının ilgili bononun geçerli olarak düzenlenmesinden ekonomik bir menfaati olmadığı gibi geçersizliğinden de maruz kalacağı bir zarar söz konusu olmayacaktır. Buna göre BNP Paribas, Golden Belt'e karşı değil, sukûk sahiplerine karşı sorumludur (England and Wales High Court, 2017b).*

Özel amaçlı kurumların iflasa tabi olmaması, iflasının talep edilememesi ya da kurucusunun iflasından etkilenmemesi amaçlanmaktadır. Bu sayede özel amaçlı kurumların ihraç ettiği menkul kıymetlere ya da girişti̇ği proje ve faaliyetlere yapılacak yatırımların, muadillerine göre daha avantajlı olacağı, dolayısıyla yatırımcıların bu menkul kıymetlere olan talebinin artacağı varsayılmaktadır.

Kurumsal olarak bir yönetimi bulunmaktaysa da bu yönetim, diğer şirketlerdeki muadilleri gibi şirketin faaliyetleri konusunda bir serbesti, mutlak karar verme yetkisi ya da takdir hakkını haiz olmayıp, sadece özel amaçlı kurumların sınırlı amacı için gerekli işlemleri yapma yetkisini haiz olabilmektedir (Pearce & Lipin, 2011: 179). Yetim (orphan) SPV olarak kurulanlar dışındaki özel amaçlı kurumların yönetim organı ise genel olarak kaynak kuruluş tarafından belirlenmektedir. Özel amaçlı kurumlar, kurucularının bilançolarında konsolide edilebilecek şekilde (on-balance) kurulabileceği gibi, bilanço dışı (off-balance) olarak kurulabilmektedir. Bilanço dışı olmayan özel amaçlı kurumlar açısından, kaynak kuruluşun özel amaçlı kuruma yapacağı varlık devirleri konusunda, bunların gerçek bir satış (true sale) olarak değil, bir kredi verme işlemi olarak değerlendirilmesi gerektiğine işaret edilmektedir.

Özel amaçlı kurumların ve gelirlerinin vergiye tabi olmaması temin edilmek istenmektedir. Bunun için pek çok özel amaçlı kurumun, "vergi cenneti" olarak da adlandırılan (Cayman Adaları gibi) vergisiz ülkelerde kurulduğu görülmektedir. Bu sayede özel amaçlı kurumun faaliyetlerinden elde edilecek getirinin ve dolayısıyla yatırımcıların bu faaliyetlere fon sağlama taleplerinin arttırılması amaçlanmaktadır. Bu vergiler kaynak kuruluş açısından da maliyet olarak değerlendirileceğinden, kaynak kuruluş için de özel amaçlı kurumların kârlı bir araç olarak görüldüğünü söylemek hatalı olmayacaktır. Türkiye'de bankaların yurtdışındaki yatırımcılar için ihraç ettiği sukûk işlemlerinde de özel amaçlı kurumların benzer şekilde vergi avantajlarından yararlanılabilecek ülkelerde kurulduğu bilinmektedir.

3.2.4. Özel Amaçlı Kurumların Fonksiyonları

Özel amaçlı kurumların ortaya çıkma amacı ve kullanım alanları bir arada değerlendirildiğinde, bu kurumların çeşitli fonksiyonlar icra ettikleri tespit edilebilmektedir. Bu fonksiyonlar konuya ilişkin çalışmalarda farklı gruplara ayrılarak da incelenmiştir.

3.2.4.1. Hukuki Fonksiyonları

a) Hukuki Kişilik Sahibi Olma

Özel amaçlı kurumlar, hemen bütün hukuk sistemlerinde ayrı bir hukuki kişiliğe sahip olarak ve dolayısıyla sınırlı da olsa bir hak ve fiil ehliyetini haiz olarak kurulmaktadır. Bu kapsamda anılan kurumlar sözleşmelere taraf olabilmekte ve buna bağlı olarak da karmaşık hukuki işlemlerin özel amaçlı kurumlar eliyle gerçekleştirilmesi sağlanabilmektedir.

Özel amaçlı kurumlar bahse konu hukuki kişilikleri dolayısıyla finansal ya da maddi varlıkları, finansal yükümlülükleri, hak ve alacakları iktisap edebilmekte, bunları çeşitli sözleşme ve hukuki işlemler tahtında elinde tutabilmekte, muhafaza edebilmekte veya bunlar üzerinde (mülkiyetin nakli, teminat gösterme, kiralama gibi) tasarruf haklarına sahip olabilmektedir (Baudistel, 2013: 1315; Na'im, 2006: 3). Yukarıda sayılan süreçlerin bir sonucu olarak anılan özel amaçlı kurumlar, birden fazla kişinin aynı varlık, hak ya da projelere birlikte sahip olabilmesine olanak sağlamaktadır. Benzer şekilde hukuki kişilikleri ve kurumsal yapıları sayesinde anılan varlıkların, risklerin ya da yükümlülüklerin üçüncü kişilere devredilmesini sağlayabilmektedirler. Özel amaçlı kurumların ayrı bir hukuki varlık olarak ortaya çıkması sayesinde, kuruluş amacı olan yatırım, proje ya da sermaye piyasası ihracına dayanak olan varlıklar üzerindeki tasarruf olanaklarının ya da mali yükümlülüklerin sınırlanabilmesi sağlanmaktadır. Özellikle idari kararlar verme ve yeni hukuki işlemlere girişmelerinin sınırlanmasıyla, sadece önceden belirlenmiş işlemlerin gerçekleştirilebileceği bir hukuki varlık oluşturabilmektedir. Buna koşut olarak özel amaçlı kurumlar, önceden belirlenen varlıkları, riskleri ya da sorumlulukları kurucusundan ayırarak, kurucunun alacaklıları gibi istenmeyen üçüncü kişilerin bunlara müracaat etmesi ve bunlar üzerinde cebri icra işlemleri yapmasını engelleyebilmektedir. Yine özel amaçlı kurumlar, kurucusunun faaliyet gösterdiği ülkede kurulmak zorunda olmadığı için hukuki ya da mali olarak en avantajlı mevzuat düzenlemelerine sahip ülkelerde kurulmak suretiyle, bu avantajlı hukuk sistemlerine girişe de olanak sağlamaktadır (Pearce & Lipin, 2011: 183, 184; Sainati, Locatelli, Smith, Brookes, & Olver, 2020: 247, 248). Özel amaçlı kurumlar, menkul kıymetleştirilen varlıkları, kaynak kuruluşun alacaklılarına karşı da korumaktadır. Bu kapsamda kaynak kuruluşun, özel amaçlı kurumun faaliyet ve varlıklarına müdahale edememesi ve bu varlıklar üzerinde tasarrufta bulunamaması için çeşitli tedbirler öngörülmektedir.

Özel amaçlı kurumlar kaynak kuruluştan ayrı bir hukuki kişilik olarak kurulmakla, menkul kıymetleştirme işleminin bizzat tarafı olarak, kaynak kuruluşun hukuki ya da finansal maliyetlerini ortadan kaldırabildiği gibi yatırımcılara aktarılacak getirilerin garanti edilmesi talebi halinde, ilave teminat mekanizmaları tesisi edilmesini kolaylaştırmaktadır. Bahse konu teminat mekanizmaları ise fazladan teminat alma, yatırımcılar arasında borç ödeme sıralaması oluşturma, gelecek dönem ödemeleri için rezerv fonları oluşturma, kaynak kuruluş ya da üçüncü kişi garanti taahhütleri ile alacak ve borçlar arasındaki vade farkından yararlanma şeklinde karşımıza çıkabilmektedir.

Özel amaçlı kurumlar, çeşitli hukuki engelleri aşmak amacıyla da kurulabilmektedir. Buna örnek olarak bazı ülkelerde ticari faaliyette bulunmak

veya malvarlığı edinebilmek için o ülkede kurulu bir tüzel kişilik olması şartı aranmaktadır. Bu kapsamda ilgili ülkede özel amaçlı kurumlar kurularak yasal şartlar karşılanabilmekte ve bu sayede hedef ülkede faaliyet gösterilebilmektedir.

b) İflastan Korunma

Özel amaçlı kurumlar, bu varlıklara yatırım yapanları, olası bir iflas riskinden koruma fonksiyonunu icra etmektedir. Özel amaçlı kurumlar, klasik şirketlere nazaran faaliyetleri, gelirleri, borç ve alacakları ile maruz kalabilecekleri riskleri önceden belirlendiği ve sınırlandığı için yatırımcıların daha fazla ilgisini çekmiş ve daha kolay yatırım yapılabilir kurumlar olmuşlardır. Diğer ifadeyle yatırımcılara, özellikle kaynak kuruluşun iflas riskinden etkilenmeyecekleri bir finansal yatırım aracı sunabilmek için de özel amaçlı kurumlardan faydalanılmaktadır (Klee & Butler, 2002: 33, 34; Na'im, 2006: 3; Brooks et al., 2015: 7; Soleimani & Shadab, 2020: 7). Ancak konuya ilişkin kaynakların da açıklıkla ifade ettiği üzere özel amaçlı kurumlar açısından iflastan tam bir korunmadan ziyade iflas riskinden uzaklaşma söz konusu olabilmektedir.

Özel amaçlı kurumların iflas riskinden uzaklaştırılabilmesi için ise çeşitli araçlar kullanılmaktadır. Bunlardan ilki özel amaçlı kurumların faaliyetlerinin ve yetkilerinin sınırlanmasıdır. Gerek kuruluş sözleşmeleri ve gerekse bazı ülkelerde yer alan mevzuat düzenlemelerinde özel amaçlı kurumların sadece kuruluş amacı olan ticari faaliyetlerde bulunabileceğine dair hükümler yer almaktadır. Bu sayede özel amaçlı kurumlar, kuruluş amacı dışında borç ve yükümlülük üstlenmeyecek ve dolayısıyla menkul kıymet yatırımcıları dışında alacaklılarla muhatap olmayacaklardır. Benzer şekilde özel amaçlı kurumların kuruluş amacı dışında hak, alacak ve varlık edinmeleri; mevcut varlık, hak ve alacakları üzerinde mülkiyet nakli, teminat oluşturma ya da sınırlı ayni veya şahsi haklar tesis etmeleri ve borçlanmaları engellenmektedir. İflastan korunma bakımından ikinci araç, özel amaçlı kurumların taraf oldukları sözleşmelerde, sözleşmenin diğer taraflarının özel amaçlı kurum aleyhine iflas talebinde bulunmayacağına dair hükümler yazılması şeklinde karşımıza çıkmaktadır. Bu kapsamda özel amaçlı kurumun alacaklılarından, özel amaçlı kuruma karşı iflas müracaatında bulunmama yönünde taahhütler alınmaktadır. Üçüncü araç, özel amaçlı kurumun yönetim kuruluna bağımsız üye atanmasıdır. Bu kapsamda özel amaçlı kurumun kendi iflasını istemesi ya da kurucusunun iflas müracaatına dâhil olma talebinde bulunması gibi iflasa neden olabilecek kararların alınması için bu bağımsız yönetim kurulu üyesinin olumlu oyu aranmaktadır. Bu şekilde özel amaçlı kurum ile kurucusu arasındaki organik bağdan kaynaklanacak iflas riskinin ortadan kaldırılması amaçlanmaktadır. Bu ihtiyacın nedeni ise özel amaçlı kurumun yönetiminin aslında menkul kıymetleştirmenin kaynak kuruluşu ve özel amaçlı kurumun da kurucusu olan

şirket tarafından atanmış olmasıdır. Bağımsız yönetim kurulu üyesinin, kaynak kuruluşun atadığı yönetim kurulu üyelerinin yatırımcılar aleyhine alabileceği kararlara karşı bir kontrol ve sınırlama getirmesi hedeflenmektedir. İflastan korunma ya da kaçınma amacını gerçekleştirmek için başvurulan dördüncü araç olarak özel amaçlı kurumun, kurucusundan bağımsız bir şekilde kurulması ve yönetilmesidir. Diğer ifadeyle özel amaçlı kurumun bağımsız bir hukuki varlık olarak kendisini yönetebilmesi sağlanır, yönetim ve karar alma süreçlerinin sadece kaynak kuruluşa bağlı olmadığı tespit edilirse, kaynak kuruluşun olası iflasında alacaklıların, özel amaçlı kurumun da iflasını talep etmesi ya da malvarlığına başvurması önlenmiş olabilecektir (Alkhan, 2016: 28-29; Alsayyed, 2015: 87-90; Baudistel 2013: 1315-1317; Klee & Butler, 2002: 38, 39; Pearce & Lipin, 2011: 195-196; Soleimani & Shadab, 2020: 8). Bu noktada, özel amaçlı kurumun bu bağımsızlığı sayesinde kaynak kuruluşun alacaklılarının, tüzel kişilik perdesinin kaldırılması, alter ego veya konsolidasyon prensiplerine dayalı olarak özel amaçlı kuruma müracaat etmesinin önlenebileceğini ifade edilmektedir. İflas riskinden kaçınma, vergi indirimleri temin edebilme ve kredi maliyetlerinin azaltılması gibi faydaları sayesinde özel amaçlı kurumlar, yatırımcılar için de kaynak kuruluşlar için de daha cazip finansman araçları kullanılmasını sağlayabilecektir (Alsayyed, 2015: 89). Ancak çeşitli uygulama ve yurtdışında görülen davalarda verilen yargı kararlarında bunun çok da mümkün olamadığı ortaya çıkmaktadır. Örneğin Türkiye'deki sukûk ihraçları için kurulan varlık kiralama şirketlerine atanan bağımsız yönetim kurulu üyelerinin, kurucu ile bir şekilde irtibatlı olduğu tespit edilmektedir.

c) Çok Taraflı İşlemleri Basitleştirme

Özellikle menkul kıymetleştirme sürecinde işlemin yatırımcı tarafında birden fazla gerçek ve tüzel kişi yer almaktadır. Bu süreçte menkul kıymetleştirilmesine karar verilen portföyün, bazen yüzlerle ifade edilen sayıda yatırımcıya devredilmesi, yatırımcılardan geri kiralanması ya da devralınması gibi işlemler çok sayıda sözleşmenin akdedilmesini ya da pek çok devir, teslim ve tescil gibi hukuki işlemleri gerekli kılacaktır. İşte özel amaçlı kurumların önemli bir fonksiyonu da bu aşamada karşımıza çıkmaktadır. Özel amaçlı kurumlar, yatırımcıların vekili, temsilcisi ya da güvenilir kişisi olarak işleme dâhil olmakta ve bu sayede yukarıda zikredilen işlem ve sözleşmeler sadece kaynak kuruluş ile özel amaçlı kurum arasında gerçekleştirilebilmektedir.

3.2.4.2 Finansal Fonksiyonları

a) Menkul Kıymetleştirme İşlemlerine Aracılık

Özel amaçlı kurumların esas rol oynadıkları alan, hiç şüphesiz menkul kıymetleştirme işlemleridir. Yukarıda özetle yer verildiği üzere aslında özel

amaçlı kurumların konvansiyonel finans alanında ortaya çıkmaları da menkul kıymetleştirme uygulamalarının başlamasıyla söz konusu olmuştur.

Diğer ifadeyle özel amaçlı kurumlar, menkul kıymetleştirme sürecinin doğal bir sonucu ve en önemli unsuru durumundadır ve konvansiyonel finans alanında gerçekleştirilen menkul kıymetleştirme işlemlerinin ana aktörüdür.

Bu kapsamda özel amaçlı kurumlar, menkul kıymetleştirme işleminin konusu ya da dayanağı olan varlıkları satın alarak ya da devralarak, bir tür ödeme aktarıcısı rolü üstlenmektedir. Buna göre, kaynak kuruluşun varlıkları, likit menkul kıymetlere dönüştürülerek yatırımcılara satılmaktadır (Klee & Butler, 2002: 26).

b) Finansman Temininde Maliyet Azaltma ve Çeşitlendirme

Baudistel (2013: 1314, 1315)'e göre özel amaçlı kurumların kullanılmasının ana amacı, özel amaçlı kurumu tesis eden kuruluşun (kurucunun), daha az maliyetle (daha düşük faizle) finansman temin edebilmesi ve bunun için finansmanın yatırımcılar için daha az riskli hale getirilmesidir. Buradaki riski azaltma amacına ulaşabilmek için uygulanan temel yöntem ise özel amaçlı kurumun, ana şirketten bağımsızlığını sağlamaktır. Diğer ifadeyle özel amaçlı kurum, ana şirketten ayrı bir hukuki kişiliğe sahip olacak, ana şirketin ilgili işleme dair varlıkları özel amaçlı kuruma devredilecek ve ana şirket aleyhine olası bir iflas müracaatında, özel amaçlı kurum ve varlıkları bu iflas sürecinin dışında kalacaktır. Bu şekilde özel amaçlı kuruma devredilen varlıklar, ana şirketin diğer iştiraklerinin risklerinden bağımsız olarak kabul edilecek ve yatırımcılar bu varlıklara dayalı finansmana daha az faizle (getiriyle) katılmaya razı olabilecektir. Zira yatırımcılar, sadece özel amaçlı kurumun risklerini ve varlıklarını değerlemeye tabi tutarak, ana şirket ve diğer iştiraklerinin finansal yapısını nazara almak zorunda kalmadan yatırım kararını verebileceklerdir.

Özel amaçlı kurumlar ile finansman temini açısından erişilen amaçlardan biri de daha yüksek kredi notu temin edebilmektir. Kaynak kuruluşun mevcut varlık ve yükümlülük yapısı nedeniyle alabileceği kredi notu sınırlı olabilecekken, yeni kurulmuş ve belirli varlıkları devralmış bir özel amaçlı kurumun kredi notu daha yüksek olacağı kaydedilmektedir (Pearce & Lipin, 2011: 184; Soleimani & Shadab, 2020: 5). Bahse konu yüksek kredi notunun sonucu ise daha düşük maliyetle ve daha kolay finansman temini olabilecektir.

Yine kaynak kuruluşun kolaylıkla paraya çeviremeyebileceği varlıklar, özel amaçlı kurumlar aracılığıyla nakde dönüşebilir finansal araçlara dönüştürülerek, finansman kaynaklarına ulaşmayı kolaylaştırmaktadır. Bu kapsamda özel amaçlı kurumlar, kaynak kuruluşun ve bağlı şirketlerinin finansman kaynaklarını arttırarak güçlendirmekte, borçlanma kapasitesini ve borçlanabilme oranlarını arttırmaktadır.

Özel amaçlı kurumlar finansman işlemlerinde yatırımcıların talep edeceği teminat teminini kolaylaştırmakta, vergi ödemeleri ile finansman maliyetlerini ve finansman zorluklarını azaltmaktadır. Kurumsal yapısının serbestçe oluşturulması sayesinde de şeffaflık, kolay yönetilebilirlik ve karar alma süreçlerinde öngörülebilirlik, etkinlik ve esneklik olanakları temin etmektedir. Bu hususun yatırım faaliyetinde kaynak kuruluştan kaynaklanabilecek bilgi asimetrisi ve ahlaki risk faktörlerini de azaltmayı sağlayacağı, bunun da yatırımcılar açısından daha şeffaf ve güvenli bir yatırım ortamını temin edeceği ifade edilmektedir (Na'im, 2006: 4; Soleimani & Shadab, 2020: 4). Bunlar da yatırım kararlarında olumlu etkenler olarak karşımıza çıkmaktadır.

Yatırımcılar açısından da klasik yöntemlerle ulaşamayacakları yatırım araçlarına erişime imkân sağlayarak önemli avantajlar oluşturmaktadır. Menkul kıymetleştirmeyi, finansmanı, risk paylaşımını ve sermaye bulmayı kolaylaştırması bu avantajlarına örnek olarak sayılabilir. Özel amaçlı kurumlar olmadan bu işlemlerin yapılması bir firmanın bütününü işleme ve işlemin tüm risklerine dâhil etmeyi gerektirecektir. Oysa özel amaçlı kurumlar bu riskleri üstlenerek firmalara destek olmakta aynı zamanda kurucusuna da malvarlığını transfer etme, bürokratik işlemleri azaltma, vergi avantajı ve hukuki koruma gibi olanaklar sunmaktadır (PWC, 2011: 8).

c) Yatırım Riskinin Azaltılması

Özel amaçlı kurumların menkul kıymetleştirme sürecine katılması, yatırımcılar bakımından şeffaf ve garantili bir yatırım olanağı sağlamaktadır. Zira menkul kıymetleştirilen varlık portföyünün özel amaçlı kuruma devir bedeli ile bu portföyden elde edilecek getiri arasındaki değer farkı yatırımcılara ait olacağı gibi kaynak kuruluşun maruz kalabileceği temerrüt riski de özel amaçlı kurum sayesinde yatırımcılara yansıtılmamakta ve yatırımcılar bu açıdan nispeten garantili bir gelir kaynağı elde etmiş olmaktadır. Benzer şekilde bu kurumlar riski, işlem tarafları arasında paylaştırarak, en iyi yönetecek veya üstlenecek tarafa aktarmaktadır. Özel amaçlı kurumların; risklerin ve sorumlulukların, varlık ve fonların istenilen alanlara ya da kişilere yönlendirilmesi, risklerin dönüşümü ve birden fazla kişinin kurumsal bir yapı altında bir araya getirilmesini de sağladığına işaret edilmektedir (Sainati, Locatelli, Smith, Brookes, & Olver, 2020: 250).

ç) Vergi Avantajı Sağlama

Özel amaçlı kurumlar kurulu bulunduğu ülkedeki vergi muafiyet ve istisnaları sayesinde, kaynak kuruluşun da yatırımcıların da daha az vergi yüküne maruz kalmasını sağlamaktadır (Na'im, 2006: 5).

Bahse konu vergi avantajlarından yararlanma iki şekilde karşımıza çıkabilmektedir:

a) Özel amaçlı kurumlar, Cayman Adaları, Mauritius, Bermuda ve Labuan gibi vergi muafiyetleri ve hukuki korumalar olan, "vergi cenneti" olarak da tabir edilen ülkelerde kurulabilmektedir.
b) Türkiye örneğinde olduğu gibi, özel amaçlı kurumlar ve faaliyetleri için özel vergi düzenlemeleri yapılmakta ve özel amaçlı kurumlar ile bunların ihraç ettiği menkul kıymetleri satın alanlar, bu vergi istisna ya da muafiyetlerinden yararlanabilmektedir.

3.3. İslami Finansta Özel Amaçlı Kurumlar

İslami finans alanında özel amaçlı kurumlar, konvansiyonel sistemde olduğu gibi proje finansmanları, finansal yatırımlar, fonlar gibi farklı alanlarda kullanılmaktaysa da asıl ve en önemli kullanım alanları hiç şüphesiz menkul kıymetleştirme işlemleri ve İslami finans alanındaki menkul kıymetleştirmenin en yaygın biçimi olan sukûk ihraçlarıdır. Bu nedenle de bölümde İslami finans alanındaki özel amaçlı kurumların ortaya çıkışı, bu bağlamda menkul kıymetleştirme ve bu işlemlerde faaliyet gösteren özel amaçlı kurumlar hakkında genel bir değerlendirme yapılacaktır.

3.3.1. İslami Finansta Özel Amaçlı Kurumların Ortaya Çıkışları ve Menkul Kıymetleştirme

Çalışma konumuzu oluşturan modern anlamda özel amaçlı kurumlar, İslami finans alanında da esasen menkul kıymetleştirme uygulamalarının bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Diğer ifadeyle konvansiyonel muadilleri gibi İslami finans alanındaki özel amaçlı kurumlar da bu alandaki menkul kıymetleştirme işlemleriyle birlikte kullanılmaya başlanmaktadır.

3.3.1.1. İslami Finansta Menkul Kıymetleştirmenin Gelişimi

Bu kapsamda menkul kıymetleştirme uygulamaları hususunda İslami finans alanındaki faaliyetlere bakıldığında, 1970'lerin sonundan itibaren menkul kıymet ihraçlarına başlandığı, 1970'lerin sonu ile 1980'lerin başında Ürdün, Pakistan ve Malezya'da mudarebe senetlerinin ihracının ilk defa gerçekleştiği, modern anlamda menkul kıymetleştirme uygulamalarının ise ilk defa 1997 yılında Malezya'da murabaha alacaklarının menkul kıymetleştirilmesi ile başladığı, 2001 yılında ise Bahreyn'de icare senetlerinin ihracının önemli bir adım olduğu kaydedilmektedir (Bayındır, 2007: 252). Dolayısıyla İslami finans alanındaki modern menkul kıymetleştirme uygulamalarının, konvansiyonel finans alanındaki çalışmalardan yaklaşık on yıl sonra başladığı tespit edilebilmektedir.

Günümüz İslam hukukçuları, menkul kıymetleştirme işlemlerinin borç, menfaat ya da mal satımına dayalı olarak yapıldığına işaret etmektedir. Borç satımına dayalı menkul kıymetleştirme, kaynak kuruluşun zimmetindeki

alacaklarını özel amaçlı kuruma devretmesi ve özel amaçlı kurumun da bu alacak portföyünü menkul kıymetlere dönüştürerek yatırımcılara satması şeklinde gerçekleşmektedir. Menfaat satımına dayalı menkul kıymetleştirmede kaynak kuruluş taşınmazlar, kara ve hava ulaşım araçları gibi varlıkların kira şeklindeki menfaatlerini özel amaçlı kuruma devretmekte ve bu menfaatler menkul kıymet haline getirilmektedir. Mal satımına dayalı menkul kıymetleştirmede ise İslam hukukunun klasik dönemde de var olan mudarebe, müşareke, istisna', selem ya da murabaha gibi akitleri kullanılarak bir mal ya da proje menkul kıymetleştirilmektedir (Bayındır, 2007: 255). Konvansiyonel sistemdeki menkul kıymetleştirme işlemi, İslam hukukundaki alacağın borçlu dışında üçüncü bir kişiye satılması, diğer ifadeyle borç satımına dayalı menkul kıymetleştirme müessesesiyle açıklanmaktadır (Durmuş, 2010: 148). İslam hukukçuları borcun satımına dayalı menkul kıymetleştirme işlemlerinin, İslam hukukunun temel ilke ve prensiplerine uygun olmadığını zira burada borcun borçlu dışında birine nakline ilişkin temel ilkelerin ihlal edildiğini ifade etmektedir. Mal ve menfaat satımına dayalı işlemlerin ise İslam hukukunun akit teorisindeki kaideleri ihlal etmemesi halinde mümkün olabileceği ifade edilmektedir (Bayındır, 2007: 261, 263).

İslami finans alanındaki en yaygın ve bilinen menkul kıymetleştirme işlemi ise hiç şüphesiz sukûk ihracıdır. Elbette İslam hukukunun temel prensipleri ile konvansiyonel finans sistemi arasında önemli farklılaşmalar bulunduğundan, İslam hukukunun akitlerde serbestlik ilkesi ve finansal ihtiyaçları karşılayabilmedeki esnekliği sayesinde, içtihatlarla ortaya çıkmış olan sukûk uygulaması ile modern menkul kıymetleştirmeler birebir aynı olmayacaktır.

3.3.1.2. İslami Finansta Menkul Kıymetleştirmeye İlişkin Şartlar

İslami finans prensiplerine uygun bir menkul kıymetleştirmeden bahsedebilmek için, işlemin tüm yönleriyle faiz, garar ve kumar gibi açık yasaklara aykırılık ihtiva etmemesi zorunludur. Ayrıca borcun satımı (deyn satımı), yasaklanmış faaliyetlerin finansmanı gibi işlemler de menkul kıymetleştirmeye konu edilemeyecektir. Menkul kıymetleştirme işlemi reel varlıkların finansmanı ya da üretimini amaçlamalıdır (Nazar, 2015: 138; Durmuş, 2010: 148). Menkul kıymetleştirme işlemi kâr ve zarara katılma ya da risk paylaşımı esasına dayanmalı, gerçek projeleri finanse ederek reel ekonomiye destek olmalıdır. Bu temel esaslar bir menkul kıymetleştirme olan sukûk ihracı için de geçerlidir. Sukûk ihracında dayanak varlıklar hukuken geçerli ve gerçek hukuki işlemlere konu edilmeli, yatırımcılar bu varlıklar üzerinde gerçek hak sahibi olmalıdır. Sukûk getirileri bu varlıklardan elde edilerek, bunlar üzerinde hak sahibi olan yatırımcılara ödenmelidir. Olası bir temerrüt halinde yatırımcılar bu varlıklara müracaat ederek alacaklarını tahsil edebilmelidir.

Konuya ilişkin kaynaklara göre İslam hukukuna uygun bir menkul kıymetleştirme için aşağıdaki şartların tahakkuku gerekecektir (Bayındır, 2007: 272, 273; Jobst, 2007: 16, 17):

a- Menkul kıymetleştirme yöntemi ile fon temininin gerçek bir ticari amacı olması, menkul kıymetleştirilecek varlıkların önceden belirlenmiş ya da belirlenebilir ve tüketimle ortadan kalkmayacak varlıklar olması gerekir.

b- İşlemler tüm taraflar için risk ve gelir paylaşımı esasına dayanmalı ve yatırımcılara ödenecek getiriler kâr eden yatırımlardan elde edilmelidir.

c- Dayanak varlıklar borç, nakit ve işleme konu edilmesi yasaklanmış olmamalı, hukuka aykırı işlemlerden elde edilmemeli, spekülasyon, kumar ve üretken olmayan yatırımlardan kaynaklanmamalıdır.

ç- İhracın yapısı, borcun satımı, faizle borçlanma gibi işlemler yerine yatırımcının işin riskine de menfaatine de katıldığı süreçleri içermelidir.

d- Yatırımcılar kaynak kuruluşa karşı alacaklı konumunda olmalıdır.

e- Varlıkların mülkiyeti yatırımcılara gerçek satış suretiyle devredilmelidir.

f- Yatırımcılardan temin edilen fon ve bunlardan elde edilen getiriler kısa süreli nakit veya faizli enstrümanlara yatırılmamalıdır.

g- Dayanak varlıklar da spekülatif faaliyetlerde kullanılmamalıdır.

h- Konvansiyonel sigorta yerine tekâfül sistemine dayalı sigortalar kullanılmalıdır.

ı- İşlem kapsamındaki kredi teminatları, likidite destekleri ve geri ödeme riski sınırlamaları İslam hukukunun izin verdiği şekillerde gerçekleşmelidir.

Dolayısıyla özel amaçlı kurumları da yukarıdaki temel ilkelere uygun bir yapıda kurulması ve faaliyetlerinin bu ilkelerle uyumlu olması gerekecektir.

3.3.2. İslami Finansta Özel Amaçlı Kurumların Nitelikleri ve Fonksiyonları

Yukarıda konvansiyonel özel amaçlı kurumların fonksiyonlarına ilişkin olarak verilen bilgiler kural olarak sukûk ihracını gerçekleştiren özel amaçlı kurumlar için de geçerlidir. Zira İslami finans alanındaki özel amaçlı kurumlar da esasen bağımsız hukuki kişilik, iflas riskinden korunma, hukuki işlemleri basitleştirme gibi hukuki fonksiyonlar yanında, sukûk işlemine aracılık, işlem maliyetlerinin azaltılması, risk dağıtımı ve vergi avantajları gibi finansal fonksiyonları da haizdir. Bu bakımından özel amaçlı kurumlar arasında genel anlamda bir fark olmadığını söylemek hatalı olmayacaktır.

Ancak İslami finans ürünü olarak sukûk ihraçlarında kullanılan özel amaçlı kurumların fonksiyonlarının, bazı açılardan konvansiyonel muadillerinden

farklı olması gerektiği aşikârdır. Bu farklılık İslami finans sisteminin, yukarıdaki bölümlerde zikredilen temel yaklaşım ve prensiplerinden kaynaklanacaktır.

İslami finans ve sukûk ihracına dair kaynaklarda bu kurumların fonksiyonlarıyla ilgili çeşitli görüşler ifade edilmektedir. Ayub (2017: 415)'a göre sukûk ihracında özel amaçlı kurumların iki temel fonksiyonu bulunmaktadır. Bunlardan ilki, ihracın dayanağı olan varlıkların, sukûk sertifikaları sahipleri adına yönetimi; ikincisi ise menkul kıymetleştirme sürecinin yürütülmesi ve sukûk sertifikalarının ihracı ile ihracın yönetimidir.

Aktaş (2016: 41) da sukûk ihracı için kurulan özel amaçlı kurumların faaliyetlerini olağan ve olağanüstü olarak ikiye ayırmaktadır. Buna göre dayanak varlık getirilerinin tahsil edilmesi ve bunların sukûk sahiplerine ödenmesi olağan; temerrüt halinde dayanak varlıkların paraya çevrilmesi ise olağandışı faaliyetlerdir. Yazar özel amaçlı kurumların tüm bu faaliyetlerinde, sukûk sahipleri adına hareket ettiğini ve onlar adına sözleşmelere taraf olduğunu ifadeyle, bu kurumların hem sukûk ihracını gerçekleştirdiğine hem de sukûk sahiplerinin temsilcisi ya da inanılan/güvenilir kişi (trustee) olarak tayin edildiğine işaret etmektedir. Dolayısıyla özel amaçlı kurumlar, yatırımcıların haklarını koruma, sukûk getirilerini yatırımcılara ödeme gibi fonksiyonlar icra eden ve sukûk yatırımcılarının temsilcisi niteliğinde kuruluşlar olarak kabul edilmektedir. Kahf & al-Saudi (2016: 5)'ya göre de özel amaçlı kurumlar sukûk yatırımcılarının temsilcisi olarak hareket etmektedir.

Özel amaçlı kurumların sukûk ihracındaki kullanılma amaçları; sukûk yatırımcılarının haklarının garanti altına alınması, varlıkların yatırımcılar adına en iyi şekilde muhafazası ve yönetilmesi, İslam hukukuna uygun bir sukûk yapısı kurulması, kaynak kuruluşun kredi riskinin azaltılması, kaynak kuruluşun borçlarının bilanço dışına çıkarılarak, sermaye yapısının güçlendirilmesi, hedef ülkelerdeki mevzuata uygun finansal işlemler yapılabilmesi ve vergi avantajlarından yararlanma şeklinde ifade edilmektedir. Özel amaçlı kurumların aynı zamanda alternatif bir finansal araç işlevi gördüğüne işaret edilmektedir (Alsayyed, 2015: 157, 158).

İslam hukuku açısından genel olarak özel amaçlı kurumlar, bir tür "emanetçi (yed-i emin)" niteliğini haiz, nev'i şahsına münhasır kuruluşlar olarak kabul edilmektedir. Buna göre özel amaçlı kurumlar, menkul kıymetleştirme işleminin dayanağı olan varlık ya da hakları, anılan menkul kıymete yatırım yapanlar adına muhafaza edecek, kaynak kuruluşun bu varlıklar üzerinde tasarruf etmesini önleyecek, itfa tarihinde ya da olası bir temerrüt halinde de bunları paraya çevirerek yatırımcıların alacaklarını tahsil etmesini sağlayacaktır. Bu anlamda özel amaçlı kurumun rolü, yatırımcıların haklarını teminat altına alma şeklinde

tezahür etmektedir. Nitekim bu amaca matuf olarak bahse konu dayanak varlıkların, işlem amacı dışında tasarruf edilmesi, rehnedilmesi, haczedilmesi, iflas masasına kaydedilmesi ya da teminat gösterilmesi veya bunlar hakkında tedbir kararları verilmesi mevzuat hükümleriyle yasaklanmıştır (Bayındır, 2021: 18, 19; Durmuş, Cebeci, & Begün, 2019: 237).

Bir gerçek ya da tüzel kişinin İslam hukukunun temel kuralları uyarınca yapamayacağı işlemleri, kuracağı bir özel amaçlı kurum üzerinden de yapması mümkün değildir. Örneğin sukûk sahiplerine ödeme garantisi vermek amacıyla bir özel amaçlı kurum kurulamayacak, diğer ifadeyle kaynak kuruluş ya da ihraççının veremeyeceği ana para garantisi ya da sukûk varlıklarını nominal değerden alma garantisini bir özel amaçlı kurumun vermesi yoluna gidilemeyecektir. Benzer şekilde yeni kurulan bir özel amaçlı kurumun faizli borç temin edip, bu tutarı ile İslami finansman sağlanması da mümkün olmamalıdır (Alsayyed, 2015: 162-164).

Buna göre İslami finans alanında özel amaçlı kurumların menkul kıymetleştirme (sukûk ihracı) sürecinde kullanılma amaçları aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

a) Menkul kıymetleştirme işlemini gerçekleştirecek olan kaynak kuruluş, işlemin dayanağı olacak varlıkları belirlemekte ve bunların mülkiyetini özel amaçlı kuruma devretmektedir. Dolayısıyla özel amaçlı kurumun temel işlevlerinden biri dayanak varlıkları kaynak kuruluştan devralmak olarak karşımıza çıkmaktadır.

b) Özel amaçlı kurum aynı zamanda devraldığı bu varlıkları, menkul kıymetleştirme yatırımcıları için elde tutmakta, saklamakta ve yönetmektedir. Bu sayede özel amaçlı kurumlar yatırımcıların hak ve menfaatlerini koruma işlevi de üstlenmektedir.

c) Üçüncü olarak ise özel amaçlı kurum, yukarıda zikredilen dayanak varlıklardan elde edilecek getirileri kaynak kuruluştan tahsil ederek yatırımcılara aktarmakta ve bu kapsamda getirilerin dağıtımını da gerçekleştirmektedir. Menkul kıymetleştirme sürecinin sonunda da dayanak varlıkları paraya çevirmek suretiyle yatırımcılara gerekli ödemenin yapılmasını sağlamaktadır.

İslami finans alanında ve özelde sukûk ihraçlarında kullanılan özel amaçlı kurumlar, İngiltere, Amerika Birleşik Devletleri, Birleşik Arap Emirlikleri gibi ülkelerde mahkemeler önüne taşınan sukûk ihracı konulu ihtilaflarda taraf olarak yer almışlardır. Bu ihtilaflara ilişkin kararlar incelendiğinde, bu yargılamalarda esas taraflardan birini oluşturan özel amaçlı kurumların ehliyeti (ihtilafa konu işlemlere dair hak ya da fiil ehliyeti) konusunun tartışma

konusu olmadığı gözlenmektedir. İngiliz ve Amerikan hukuku açısından bu elbette olağandır, zira modern özel amaçlı kurumların anavatanı anılan hukuk sistemleridir. Konumuz açısından önemli olan, ihtilafa İslam hukuku kuralları açısından bakan Birleşik Arap Emirlikleri mahkemelerinin de anılan özel amaçlı kurumların ehliyeti hususunda bir tereddüt yaşamamış olmasıdır. Dolayısıyla özel amaçlı kurumların, sukûk ihracını gerçekleştiren ve dayanak varlıkları yatırımcıların vekili ya da emanetçisi olarak elinde tutan yapılarının ve bu kapsamındaki işlemlerinin, özü itibariyle İslam hukukunun genel prensiplerine uygun olduğu yargı makamlarınca da kabul edilmektedir. Bu husus, davalara dair çeşitli açılardan yapılan değerlendirmeleri içeren çalışmalarda da herhangi bir şekilde tartışma konusu yapılmamıştır. Konuya ilişkin çalışmalar incelendiğinde, sukûk ihracının yapısı, bunun İslam hukukuna ya da ilgili uluslararası standartlara uygunluğu, mahkeme kararlarının dayanakları, bu kararın hukuki ve finansal etkilerinin konuları detaylı olarak tartışıldığı tespit edilmektedir. Ancak bu tartışmaların hiçbirinde, özel amaçlı kurumların ehliyeti sorunu gündeme gelmemiştir. Buradan hareketle, sukûk ihraçları için kurulan özel amaçlı kurumların, kuruluş türü ve kurulduğu hukuk sistemine bakılmaksızın, hak ve fiil ehliyetleri konusunda genel bir mutabakat olduğu tespit edilebilmektedir.

3.3.3. İslami Finansta Özel Amaçlı Kurumların Genel Değerlendirilmesi

Özel amaçlı kurumların varlıkları ve faaliyetlerinin İslami finans açısından gerekliliği ya da İslam hukukuna uygunluğu konusunda bakıldığında, karşımıza İslami finansın temel amaçlarına uygunluk meselesi çıkacaktır. Zira bu kurumlar İslami finansın temel amaçlarına uygun usullerle kurulmamış ve bu amaçlara uygun işlemler tesis etmiyorsa, bunlar üzerinden gerçekleştirilecek faaliyetlerin de İslami finansa ilişkin faaliyetler olduğu söylenemeyecektir.

İslami finansın kendine özgü kuralları ve prensipleri nedeniyle özel amaçlı kurumların temel prensiplere aykırı faaliyette bulunması mümkün olmayacaktır. Bu nedenle konvansiyonel sistemdeki özel amaçlı kurumların faize dayalı menkul kıymetleştirmelerde kullanılması ya da bir takım finansal mühendislik araçlarıyla bilanço veya finansal kayıtlarda gerçek dışı görünüşler oluşturmak için özel amaçlı kurumlarla gerçek dışı varlık devri sözleşmeleri akdedilmesi gibi uygulamalara girişilmesi İslami finans alanında mümkün değildir.

Nitekim konuya ilişkin kaynaklara göre özel amaçlı kurumlar, faaliyetlerinde İslam hukukunun temel kurallarına riayet ediyorsa İslam hukukunun amaçlarına da riayet ediyor demektir. Zira İslam hukukunun kuralları bizatihi bu amaçları gerçekleştirmektedir. Aksi durumda bu kurumların, İslam hukukunun amaçlarına aykırı hareket etmiş olacağı kabul edilmektedir (Alkhan, 2016: 47).

Yine İslami finans kurumları bütün iş ve işlemlerinde sadece hukuki ve teknik gereklilikler bakımından değil, ekonomik özleri itibariyle de İslami finansın amaçlarına uygun hareket etmek zorundadır. Bu anlamda anılan kurumlar da adil, dürüst ve şeffaf bir toplum yapısının oluşturulması, toplumsal refahın ve çevrenin korunması amaçlarına hizmet etmeli, yasaklanmış faaliyetlerden uzak durmalıdır. Demek oluyor ki İslami finans kuruluşları, neoklasik iktisat anlayışının getirdiği, sadece kendi faydasını düşünen ve kârını arttırmayı hedefleyen bir firma olarak hareket etmeyecek, insanlar ile toplum arasındaki hak ve sorumluluk dengesini tesis etmeyi de hedefleyecektir. Bu anlamda İslami finans kuruluşlarının insanlara ve çevreye zarar vermeyerek, zararın önlenmesi ve giderilmesi prensibine de riayet etmesi gerektiği kaydedilmektedir (Dusuki & Bouheraoua, 2011: 327-330).

3.4. İslami Finansta Özel Amaçlı Kurumların İktisadi ve Hukuki Olarak Gerekli Olup Olmadığı Açısından Değerlendirilmesi

İslami finans alanında sukûk ihraçlarında neden ayrı bir özel amaçlı kurum ihdasının gerektiği sorusunun iki yönü olduğu değerlendirilmektedir. Bunlardan ilki işlemlerin hukuki gerekliliğine dair teorik değerlendirmeler; ikincisi ise bu kurumlara olan finansal gereksinimdir.

Birinci yön açısından, gerek sukûkun tanımı ve gerekse konuya ilişkin literatür incelendiğinde, bir özel amaçlı kurum olmadan da sukûk ihraç edilebileceği tespit edilmektedir.

Nitekim konuyla ilgili kaynaklarda, doğrudan kaynak kuruluş tarafından sukûk ihracı yapılmasının mümkün olduğu, teorik olarak bir varlık kiralama şirketine ihtiyaç olmayabileceği ifade edilmektedir. Buna göre kamu tüzel kişileri, vakıflar ya da özel hukuk tüzel kişileri, kira akdine konu edilen önceden belirlenmiş ve mevcut varlıkları temsil eden menkul kıymetleri, bir finansal aracıya ihtiyaç olmadan ihraç ederek finansman temin edebilecektir (Kahf, 1997: 83). Jobst (2007: 19)'a göre de İslam hukukuna uygun varlıkların mülkiyetinin yatırımcılara devrini öngören iki genel sukûk ihraç yöntemi uygulanabilecektir. Bunlardan ilki varlık sahiplerinin doğrudan bu varlıkları temsil eden menkul kıymetler ihraç etmeleri yöntemidir. İkinci yöntem ise varlık sahibinin bu varlıkları ya da bunların getirilerini bir özel amaçlı kuruma satması ve menkul kıymetlerin bu özel amaçlı kurum tarafından anılan satış bedelini ödemek üzere ihracıdır. İkinci yöntemde özel amaçlı kurum, varlıkların devir bedelini ihraçtan elde ettiği fon ile ödeyecektir.

Türk hukukunda da, FFMS 34 Sukûk Sahipleri İçin Finansal Raporlama standardında kaynak kuruluşların sukûk ihraçlarını doğrudan veya bir özel amaçlı işletme vasıtasıyla yapabileceğine işaret etmektedir. Bu düzenlemeden,

ihracın bir özel amaçlı kurum aracılığıyla yapılabileceği gibi finansal kuruluş tarafından doğrudan da yapılabileceği sonucu çıkarılabilecektir.

Bu konuya ilişkin olarak farklı görüşler bulunduğu tespit edilmektedir. Örneğin Aziz, Shahid & Ibrahim (2013: 8)'e göre sukûk ihraçlarında özel amaçlı kurumlar neredeyse zorunlu ve hayati bir fonksiyona sahiptir. Bu zorunluluk hukuki ve vergisel ihtiyaçlardan kaynaklanmaktadır. Zira sukûk ihracının esası, gelir getiren varlıklar üzerinde hak veya menfaat tesis etmeye dayanmaktadır ve bunun için de özel amaçlı kurumlara dayalı bir yapı kurulması gerekmiştir. Yazarlar, sukûk yatırımcılarının haklarını koruyacak bir temsilci atanmasının menkul kıymetleştirme için gerekliliğinden hareketle, sermaye piyasalarında faaliyette bulunabilecek kurumsal bir şirketin varlığını gerekli görmektedir. Buradaki temsil yetkisi aynı zamanda sukûk ihracına ilişkin finansal işlemlerin şeffaflığını ve doğru yürütülmesini de sağlayacaktır. Bu noktada yazarların ortaya attığı soru ise sukûk ihracının maliyetleri bakımından bu tür aracılar gerekli midir yoksa bunlar maliyet arttırıcı bir unsur mudur? şeklinde ortaya konmaktadır. Yazarlara göre özel amaçlı kurumlar, sukûk işleminde kaynak kuruluşun yatırımcılara karşı olan görevlerini tam ve doğru şekilde ifa etmesini sağlayacaktır. Buna ilave olarak, malın korunması amacının bir yansıması olarak özel amaçlı kurumların, sukûk yatırımcılarının getirilerinin arttırılması için dayanak projenin şeffaf ve doğru bir şekilde yönetilmesini de sağlayacağı vurgulanmaktadır.

Alsayyed (2015: 76)'e göre ihraca konu varlıkların transferinin sağlıklı bir şekilde gerçekleşebilmesi için özel amaçlı kurumlara ihtiyaç bulunmaktadır. Yazara göre kaynak kuruluşun menkul kıymetleştirme işleminde dayanak olarak kullanmak isteyeceği varlık getirilerini herhangi bir başka şirkete, örneğin genel amaçlı kurulmuş bir başka iştirakine devretmesi yeterli olmayacaktır. Zira dayanak varlık getirilerinin sadece ilgili menkul kıymetleştirme işlemi için kurulmuş bir özel amaçlı şirkete devredilmesi sayesinde, bu varlıklar hep birlikte kurumsal bir varlık paketi haline gelmekte ve menkul kıymet yatırımcıları bu varlık paketi üzerinde hak sahibi olabilmektedir. Bu varlıklar genel amaçlı herhangi bir şirkete devredildiğinde, bu şirketlerin dayanak varlıklar dışında da malvarlıkları ve başka alacaklıları da olacak, bu nedenle de menkul kıymet yatırımcıları varlık paketi üzerindeki yegâne hak sahibi olma niteliğini haiz olmayacaktır. Bu çerçevede genel amaçlı şirketin diğer borç ve yükümlülükleri nedeniyle iflas edebilmesi de mümkün olduğundan, bu tür bir iflas, menkul kıymetleştirme sürecine de zarar verecektir.

Sukûk işleminde kaynak kuruluşun finansman temin edebilmek için dayanak varlıkları yatırımcılar dışında bir üçüncü kişiye devretmek zorunda olduğu, bu nedenle yatırımcılar ile kaynak kuruluş arasında bir üçüncü kişi olan varlık

kiralama şirketinin kurulmasının zorunlu olacağı da ifade edilmektedir (Gözcü, 2019: 27).

Türk hukukunda, konuyla ilgili düzenleyici otorite olan SPK'nın düzenlemelerine göre sukûk ihracı ancak bir varlık kiralama şirketi tarafından yapılabilecektir. Şu halde Türk hukuku açısından sukûk ihraçlarının bir özel amaçlı kurum aracılığıyla gerçekleştirilmesi mevzuattan kaynaklanan bir zorunluluktur.

Dolayısıyla özellikle Türkiye'de yürürlükte olan mevzuat hükümleri, genel dünya uygulaması ve esasen tüm sukûk ihraç yapılarının (bu yapılara ilişkin sözleşme ilişkilerinin) İslam hukukunun temel prensiplerine uygunluğunu temin açısından özel amaçlı kurumların önemli bir fonksiyon üstlendiği anlaşılmaktadır. Bu kapsamda, sukûk ihracına dayanak varlıkların, kaynak kuruluşun malvarlığından tamamen çıkarılarak, bunları yatırımcılar adına saklayıp koruyacak ya da yatırımcıların kaynak kuruluşun maruz kalabileceği iflas riskinden korunmasını sağlayacak bir araç olarak özel amaçlı kurumlara ihtiyaç olduğu tespit edilebilmektedir.

Sorunun ikinci yönü olan, özel amaçlı kurumlara olan finansal gereksinim konusunda ise kanaatimizce özel amaçlı kurumlar; iflastan korunma, malvarlığının ayrılması, sukûk ihracına dair sözleşme ve hukuki işlemlerde basitlik sağlayarak maliyetleri azaltması, dayanak varlıkların ayrı bilançolarda izlenmesini sağlayarak yatırımcılar için güvence oluşturması ve yatırımcılar adına dayanak varlıkları koruma ve işletme fonksiyonları nedeniyle finansal olarak da gerekli bir kurum olarak değerlendirilmelidir. Sukûk ihraçları esasen karmaşık işlem yapılarına ve gelir üretim mekanizmalarına dayalı sözleşmeler setidir. Bir sukûk ihracında en temel olarak devir, yönetim, kira, vekâlet, istisna, ortaklık gibi sözleşmeler akdedilmekte ve bu sözleşmeler bir araya getirilerek sukûk ihraç yapıları kurulmaktadır. Yine sukûk ihracının dayanak varlıklarının belirlenmesi, bunların yönetilmesi, korunması, alacakların teminatlandırılması, kaynak kuruluşa iadesi veya gerektiğinde paraya çevrilmesi de birbirinden farklı hukuki ve finansal operasyonları gerektirmektedir. Bütün bu işlemlerin hukukçular, vergi danışmanları ve finansal aracılar gibi uzmanların gözetim ve danışmanlığında yapılması gerektiği açıktır. Bu kapsamda nitelikli yatırımcılar da olsa her bir sertifika sahibinin tek başına bütün bu hukuki, mali ve operasyonel süreçleri yürütmesi mümkün olamayacaktır. Esasen sukûk yatırımcıları da bu hususlarla detaylı olarak ilgilenmek zorunda kalmak istemeyeceklerdir. Bütün bu nedenlerle yatırımcıları temsilen, onlar adına bu süreçleri yürütecek bir kuruma ihtiyaç duyulması olağandır. Bu kurumun niteliği açısından, sukûk işleminin mahiyeti hakkında tam bilgi sahibi olabilecek, yukarıda sayılan işlemleri yönetebilecek ve yürütebilecek organizasyonel kapasiteye ve mali

güce sahip bir kuruluşa ihtiyaç olduğunu değerlendirmekteyiz. Bu kuruluşun elbette menkul kıymetleştirme, sermaye piyasaları gibi alanlardaki yetkinliğe sahip olması da gerekecektir. Dolayısıyla karşımızda kurumsal kimliği haiz bir yapı olmalıdır. İlk bakışta anonim şirketlerin, buradaki kurumsallık açısından gerekli olacağı düşünülse de fonlar gibi farklı yapıların da aynı fonksiyonları icra edebilmesinin mümkün olabileceğini değerlendirmekteyiz.

Sukûk ihraçları açısından özel amaçlı kurumların ana amaçlarından biri esasen malvarlığının ayrılmasıdır. Bu amacın iki yönü olduğu söylenebilir ki bunlardan ilki, kira sertifikalarının gelirini üretecek olan varlık portföyünün belirlenmesi ve bu sayede hangi varlıklardan elde edilecek gelirlerin sertifika sahiplerine ödeneceğinin ortaya konmasıdır. İkincisi ise sertifika sahiplerinin alacaklarını tahsil için müracaat edebilecekleri varlıkların belirlenmesidir. Aynı kapsamda bu varlıklar, fon kullanıcısının şahsi alacaklılarının el atmasından da korunmuş olmaktadır.

Bütün bu açıklamalar ışığında sukûk ihraçlarında özel amaçlı kurumların gerekli olduğu sonucuna varmaktayız. Derinlemesine mülakatlarda da katılımcılar, hukuki ya da iktisadi gereklilikler nedeniyle sukûk ihracı için özel amaçlı kurumlara ihtiyaç olduğuna işaret etmiştir.

Bu kapsamda kaynak kuruluştan bağımsız bir hukuki varlığı olan, iflastan korunan ve dayanak varlıklar üzerinde hak ve alacak iktisap edebilen bir özel amaçlı kurum yapısı oluşturulması gerekliliği tespit edilebilmektedir. Kahf & Saudi (2016: 4)'ye göre İslam hukukuna uygun bir özel amaçlı kurumun, kuruluş amacı olan yatırımcıların menfaatinin korunması fonksiyonunu ifa edebilmesi ve işlemlerde şeffaflığın sağlanabilmesi için hukuki olarak da finansal olarak da kurucusundan bağımsız bir kurum olması gerekir. Özel amaçlı kurumlar, sukûk yatırımcılarının temsilcisi olarak dayanak varlıklar üzerindeki teminatlardan yararlanmaktadırlar. Dolayısıyla özel amaçlı kurumların bu varlıklar üzerinde rehnetme, satma, nakletme, takas ve sair tasarruf işlemlerini serbestçe yapabilmesi gerekir. Özel amaçlı kurumun, kurucusunun menfaatlerini temin etmeye yarayan bir araç olmaktan ziyade yatırımcıların haklarını gerçekten koruyabilecek bir yapıda olması gereklidir.

3.5. İslami Finansın Temel Amaçları Açısından Özel Amaçlı Kurumların Değerlendirilmesi

Bu bölümde özel amaçlı kurumların, İslami finansın temel ilkelerine uygun ya da aykırı olup olmadığında dair farklı görüş ve değerlendirmelere yer verilecektir.

3.5.1. Temel Amaçlara Aykırılığa Dair Değerlendirmeler

Özel amaçlı kurumların İslami finansın temel amaçlarına aykırı olabileceği aşağıdaki gerekçelerle ileri sürülebilecektir:

- Özel amaçlı kurumların yönetim ve işleyişte şeffaf olmaması ve bunların bazı işlem ya da kayıtları gizlemek veya gerçek dışı hukuki ve finansal görünüşler oluşturmak için kullanılması, önemli bir finansal sorun olarak ortaya çıkmıştır. Özellikle Enron skandalı, özel amaçlı kurumların bu şekilde kötüye kullanılmasının yaygın bir uygulama olduğunu ve finansal sisteme önemli zararlar verebildiğini göstermiştir.
- Yine özel amaçlı kurumlar vasıtasıyla kaynak kuruluşlar, bilançolarındaki likit olmayan riskli varlıkları da özel amaçlı kurumlara devredebilmektedir. Bu kapsamda karmaşık bir finansal mühendislik ürünü olarak ortaya çıkan menkul kıymetleştirme uygulamalarında özellikle kaynak kuruluşun varlıklar, bunların getirileri ve dağıtımı konusundaki bilgileri tam olarak özel amaçlı kurumlara aktarmaması ve dolayısıyla yatırımcıların bu yapıya yatırım yaparken eksik bilgiyle hareket etmesi kuvvetle muhtemel olmaktadır. Diğer ifadeyle asimetrik bilgi sorunuyla karşılaşılabilecektir.
- Bu yapının özellikle, menkul kıymetleştirmeye dayanak olan varlıkların bilanço dışına çıkarıldığı durumlarda, bir başka muhtemel olumsuz sonucunun, kaynak kuruluşun dayanak varlıkları seçerken bunların gerçek niteliklerini incelemeye gerek görmemeleri olduğu da tespit edilmektedir. Diğer ifadeyle kaynak kuruluş, yatırımcıların getirilerinin dayanağı olarak seçip özel amaçlı kuruma devredeceği varlıkları, kendisi için seçeceği varlıklar kadar dikkatle incelemeyebilecektir. Ters seçim olarak da ifade edilebilecek bu olumsuzluğun menkul kıymetleştirmelerde karşımıza çıkması her zaman olasıdır.
- Bu noktada kaynak kuruluşun, kendi kurduğu ya da menkul kıymetleştirme programı için üçüncü kişilere kurdurduğu özel amaçlı kurumların (Orphan SPV gibi), finansal yükümlülüklerini ifa edemeyecek duruma düşmesini istemeyeceği de aşikârdır. Zira böyle bir durum, aslında kaynak kuruluş için itibar riski doğuracak, kurucunun gelecekte gerek doğrudan gerekse başka özel amaçlı kurumlar yoluyla talep edeceği finansmanlara erişimini güçleştirebilecek veya engelleyebilecektir. Bu nedenle de kaynak kuruluşların, özel amaçlı kurumları finansal açıdan desteklemesi ve menkul kıymetleştirme yapısının mümkün olduğunca sağlam kurması beklenecektir.

Nitekim Dubai'de gerçekleşen Nakheel Sukûk ihracı, bu finansal desteğe bir örnek olarak gösterilebilir. 2006 yılında, bir kamu kuruluşunun iştiraki

olarak kurulan Nahkeel Development Limited (SPV) tarafından yürütülen bu ihracın amacı genel olarak gayrimenkul geliştirme projelerinin finansmanıdır. Bu ihraçta özel amaçlı kurumun ödemelerini geciktirmesi üzerine bir temerrüt riski ortaya çıkmışsa da bu gecikmenin onbirinci saatinde Abu Dabi hükümeti bir kurtarma programı çerçevesinde sukûk yatırımcılarının tüm alacaklarını ödemiştir. Bu sukûk işleminin önemi, kamu sukûk ihraçlarının temerrüde düşmesinin ilgili kamu otoritesi tarafından ne kadar çabuk ortadan kaldırılabildiğini göstermesidir (Wijnbergen & Zaheer, 2013: 13). Bu örnekte olduğu gibi kaynak kuruluşun, özel amaçlı kurumun iflasına ya da ödemelerinde temerrüde düşmesine izin vermeyeceğine dair inanç, bu defa da yatırımcılar bakımından bir ahlaki tehlike (moral hazard) riskini karşımıza çıkaracaktır. Bu inanca dayalı olarak yatırımcılar, satın aldıkları sukûk sertifikalarına ilişkin yapıyı da dayanak varlıkları ve bunlardan elde edilecek getirileri de yeterince kontrol etmeye ya da ihraç süresince bunlar üzerinde bir inceleme yapmaya gerek duymayacaktır. Zira yatırımcılar, kaynak kuruluşun bu işlemde temerrüt yaşanmasına izin vermeyeceğini değerlendirmektedirler.

Bu noktada ifade etmek gerekir ki, Türkiye'deki sukûk ihraçlarında özellikle halka arz yoluyla gerçekleşen ihraçlarda, yatırımcıların işlemin yapısına, dayanak varlıkların nitelik ve miktarına ya da bunların muhtemel getiri ve risklerine dair detaylı incelemeler yapmadığı, esasen ihracın kaynak kuruluşunun finansal durumu ve kredibilitesi ile getiri oranlarına göre hareket ettiği bilinmektedir.

Nitelikli yatırımcı sınıfında yer alan kurumsal yatırımcılar açısından ise durum biraz daha farklı olup, bu yatırımcıların ihracın yapısı, dayanakları ve getiri modelleri konusunda daha fazla bilgi talep ettiği tespit edilmektedir.

Ancak kurumsal yatırımcılar açısından da esasen kaynak kuruluşun kredibilitesi öncelikle dikkate alınmakta olup, yukarıda zikredilen moral hazard riskinin her iki ihraç türünde de karşımıza çıkması muhtemeldir.

Bu eleştiriler nedeniyle özellikle bilanço dışı özel amaçlı kurumların kullanılmalarının sınırlanması, bu yapıların kaynak kuruluşların bilanço içi işlemleri olarak inşa edilmesi ve bu sayede bu kuruluşların daha işlevsel olacağı ve kaynak kuruluşun bilançosunun gerçek durumu göstermesi sayesinde, şeffaflık eksikliklerinin de ortadan kalkabileceği görüşleri ileri sürülmektedir (PWC, 2011: 12).

- Özel amaçlı kurumların, finansal sistem ya da ekonomik aktörlerin zarara uğramasına yol açabileceği ya da bu zararların yaygınlaşmasına neden olabileceği ifade edilmektedir. Bu kapsamda Alkhan (2016: 50, 51)'a göre özel amaçlı kurumların alt kademe yöneticilerinin, yönetim kuruluna işletme faaliyetleri hakkında detaylı bilgiler vermemesi ya da bu detaylar konusunda yeterli bilgi aktarmaması suretiyle özel amaçlı kurumların zararlı faaliyetlerinin yönetim kurullarınca onaylanması sağlanabilecektir.

Bu şekilde firmanın hissedarlarının malvarlıklarının zarara uğraması (malın korunması ilkesinin ihlali) söz konusu olabilecektir. Yine yazara göre firmanın İslam hukuku danışmanlarının, özel amaçlı kurumların gerçekleştirdiği işlemleri yeterince incelemeden ve bu işlemlerin temeli olan ekonomik faaliyetleri nazara almadan bunlara onay vermesinin de mümkün olabileceğine işaret edilmektedir. Örneğin aslında faizli bir işleme bu şekilde yeterli inceleme yapılmadan onay verilmesi ve bu tür eksik incelemeye dayalı onayların aynı alandaki diğer özel amaçlı kurum uygulamalarında da tekrar edilmesi, aslında İslam hukukuna aykırı bir işlemin tüm finans sektörünü etkisi altına almasına, diğer ifadeyle bir zararın ya da zararlı faaliyetlerin (örneğin faizli işlemlerin) yaygınlaşmasına neden olabilecektir. Bu da İslami finansın temel amaçlarına bir aykırılık olarak karşımıza çıkacaktır. Benzer şekilde yazar, bir ülkedeki düzenleyici otoritelerin ya da denetim kuruluşlarının özel amaçlı kurumları yeterince izlememesi ya da bu kurumların faaliyetlerini tüm paydaşların menfaatlerini koruyacak şekilde mevzuat düzenlemelerine bağlamaması hallerinde de, hissedarlar ya da yatırımcıların zarara uğramasına veya bunların zararlarının artmasına yol açılabileceğine, bütün bunların da malın korunması ilkesinin ihlali olarak tezahür edeceğine işaret etmektedir.

- Özel amaçlı kurumların kurucularının ortaya çıkarabileceği bir başka risk ise itibar riskidir. Özel amaçlı kurumun taraf olduğu sözleşmelerin ifa edilemeyecek olması, kurucu firmanın da kredi itibarını olumsuz etkileyecektir. Özel amaçlı kurumun teminat performansındaki bir zayıflama, kurucu firmanın bilançosunun kalitesinin de aynı yönde değerlendirilmesine yol açacaktır. Yine özel amaçlı kurumun performansındaki bir olumsuzluk ya da yatırımcılara yaşatacağı olumsuz tecrübeler, kurucunun daha sonra kuracağı başka özel amaçlı kurumlara da olumsuz yaklaşılmasına neden olabilecektir. Bu aynı zamanda kurucunun sermaye piyasalarına erişimini de olumsuz etkileyecektir. Kurucu firma, özel amaçlı kurumda yüksek oranda sermaye tutuyorsa ve özel amaçlı kuruma finansal destek sağlamaz, onu zor durumdan kurtarmaz, kapanmasına engel olmaz ve varlıklarının düşük değerden satılmasına göz yumarsa, bu kurumdaki sermayesinin erimesine neden olacaktır. Bu nedenle de kurucunun duruma müdahale etmesi, özel amaçlı kurumun ihtiyari tasfiyesini talep etmesi ve varlıklarını kendi bilançosuna alması beklenmektedir. Gerçeğe uygun değerleme (mark to market) riski bir başka konudur. Özel amaçlı kurumların varlıkları cebri satışa konu olursa bunlar gerçek değerinden daha düşük meblağlara satılacaktır. Bunlar

kurucunun bilançosunda yer alacağından dolaylı olarak bu değer düşüklüğü ana firmayı da etkileyecektir. Özel amaçlı kurumlara devredilen varlıklar ile kurucunun varlıkları aynı düzenleyici standartlara tabi olmayacak, bu da kurucu firma için dolaylı risklere neden olabilecektir (PWC, 2011: 9).

Ancak yukarıdaki olumsuzlukların, esasen özel amaçlı kurumların bizatihi kendisinden değil, fon kullanıcı ile olan organik ilişkilerinden, kurucu, yönetici, denetleyici ya da düzenleyicilerin kendi fonksiyonlarını icra etmemesi veya bu özel amaçlı kurumları bilerek ve isteyerek kötüye kullanmasından kaynaklandığına işaret etmemiz gerekir. Bu nedenle ilgili paydaşların bu ihlallerini önleyecek bir özel amaçlı kurum yapısı, mevzuat düzenlemeleri ve doğru bir denetim mekanizması kurulması suretiyle özel amaçlı kurumların yol açabileceği zararların giderilmesi mümkün olabilecektir. Nitekim Soleimani & Shadab (2020: 3), özel amaçlı kurumların Enron skandalındaki rolüne ilişkin değerlendirmesinde, aslında buradaki finansal krizin her ne kadar bu kurumların menkul kıymetleştirme operasyonlarını, kurdukları özel amaçlı kurumlar (SPV'ler) aracılığıyla (üçbinden fazla olduğu ifade edilmektedir) yapmalarından kaynaklandığı, firmaların bilançolarındaki riskleri bu SPV'lere aktararak, bahse konu krizlere neden olduğuna dair görüşler varsa da, burada krizlerin asıl nedeninin SPV kullanılması değil, bu SPV'lerin risk transferi amacıyla kullanılması olabileceğine işaret etmektedir.

3.5.2. Temel Amaçlara Uygunluğa Dair Değerlendirmeler

Özel amaçlı kurumların esasen İslam hukukunun temel amaçlarına uygun olacağını ileri sürmek aşağıdaki gerekçelerle daha kolay ve makul olacaktır kanaatindeyiz.

- Özel amaçlı kurumlar, yukarıda izah edildiği üzere vergi avantajları sağlama, bilanço performansını arttırma, finansman teminine ilişkin operasyonel masrafları azaltma ve işlem kolaylıkları sağlama (örneğin aynı anda yüzlerce kişiyle tek bir sözleşme üzerinden mal, hak ya da alacak devirleri yapabilme olanağı) gibi fonksiyonlar icra etmektedir. Bu işlevleri sayesinde de, kurucu ya da yatırımcılar için hukuki veya finansal zorlukları hafifletebilmekte ya da ortadan kaldırabilmektedir. Diğer ifadeyle özel amaçlı kurumlar "def'i mefasid" olarak ifade edilen, bir zararın ortadan kaldırılması ya da azaltılmasına ilişkin maslahata uygun kurumlar olarak görülebilecektir (Alkhan, 2016: 51, 52).
- Özel amaçlı kurumların aynı zamanda hukuki güvenlik sağlama (örneğin dayanak varlıkların üçüncü kişi müdahalelerinden korunması) fonksiyonu da bulunmaktadır. Özel amaçlı kurumların hukuki yapısı ve

kurucusundan ayrı bir tüzel kişiliği olması sayesinde, bu kurumlara devredilen malvarlığının, kurucusunun malvarlığından ayrılması ve dolayısıyla anılan kurumların yatırımcılarının korunmasına hizmet etmesi söz konusu olmaktadır. Bu da özel amaçlı kurumları maslahata uygun hale getirmektedir.

- Özel amaçlı kurumlar ekonomik gelişmeyi de desteklemektedir. Bu kurumlara sağlanan vergi avantajları ya da bunların vergi avantajı sunan ülkelerde kolaylıkla kurulabilmesi, özel amaçlı kurumlara ilişkin mevzuat düzenlemeleri sayesinde kuruluş ve işleyişlerinin kolaylaştırması gibi etkenler, özel amaçlı kurumlar üzerinden gerçekleştirilecek finansal işlemleri arttırabilecektir. Bu sayede de ekonominin geneli için bir faaliyet hacmi artışı, bunun sağlayacağı büyüme ve gelir artışı etkileri de anılan kurumların temel amaçlara uygunluğunu gösteren amiller olarak ifade edilmektedir. Benzer şekilde bu kurumların faaliyetlerine yatırım yapanların ya da kurucuların hissedarlarının da bu faaliyetler sayesinde gelir artışı olanağı sağlayacağı, bütün bunları da temel amaçlara uygunluğa işaret ettiği ifade edilmektedir (A.g.e. : 49). Özel amaçlı kurumlar, firmaların ihtiyacı olan daha yüksek sermayeye ulaşmalarını sağlamakta, bu sermaye ile de daha fazla yatırım ve üretim yapabilmelerine olanak vermektedir. Büyük yatırım gerektiren faaliyetlerin ya da özel projelerin fonlanması, mevcut üretim kapasitelerinin arttırılması, devletin alt yapı faaliyetlerinin toplumun geniş kesimlerinden toplanan fonlarla finanse edilmesi gibi işlemlerde kullanılan özel amaçlı kurumların, bu açıdan sermayenin dolaşımı ve arttırılması amacına hizmet ettiği kabul edilebilecektir.
- Mikro ve makro ölçekte adaletin tesisi açısından, özel amaçlı kurumun örneğin çevreye zarar vermesi muhtemel varlıklar ya da faaliyetlerin finansmanı için sukûk ihracına aracılık etmesi ya da toplum refahına olumsuz etkileri olacak veya kamu borcunun gereksiz yere arttırarak gelecek nesilleri olumsuz etkileyecek bir sukûk ihracına taraf olması mümkün olamayacaktır. Bu nedenle de özel amaçlı kurumların, bu tür olumsuz etkiler ortaya çıkaracak amaçlarla kurulmaması gerektiği gibi mevcut özel amaçlı kurumların da gerçekleştirilecek sukûk ihraçlarının birey ve toplum menfaatini sağlamaya ve muhtemel zararları gidermeye elverişli olmasını temin etmesi beklenmektedir.
- Türker (2010: 2, 3)'e göre genel olarak finansal aracılar, fon talep edenler ile fon arz edenleri bir araya getirmekte, faaliyet gösterdikleri piyasada uzmanlıklarını arttırarak ve ölçek ekonomisinden faydalanarak işlem maliyetlerini azaltmaktadır. Yine bu kurumlar eksik bilgilendirmeden (asimetrik bilgiden) kaynaklanan ters seçim (adverse selection) ve ahlaki

tehlike (moral hazard) sorunlarının ve bunlardan kaynaklanacak maliyetlerin azaltılması fonksiyonunu da icra etmektedir. Zira bu maliyetler nedeniyle finansal piyasalar kendisinden beklenen fonksiyonu icra edemeyecektir. İşte bu noktada yazar, finansal aracıların bu riskleri ortadan kaldırabileceğine işaret etmektedir. Özel amaçlı kurumlar da bu fonksiyonu icra edebilecek şekilde kurulur ve işletilirse, işlem maliyetlerinin azaltılması bakımından önemli roller üstlenmiş olacaktır. Bu kapsamda özel amaçlı kurumlar ile sukûk ihracından finansman temin etmek isteyen kuruluşlar arasındaki sözleşmeler, dayanak varlıklar ve ihracın yapısı ile işlemlerin muhtemel sonuçları hakkında yatırımcıların doğru bilgilendirilmesi gerekli hale gelmektedir.

Özel amaçlı kurumların İslami finans kurumu olarak kabul edilmeleri, ancak yukarıda özetlenen ekonomik ya da sosyal faydaların teminine katkı sunmaları halinde mümkün olabilecektir. Bu açıdan bakıldığında, özel amaçlı kurumların kendiliğinden ya da doğal olarak İslami finans ilkelerine uygun veya aykırı olduğu söylenemeyecek, bu kurumların kuruluş ve faaliyetleri esas alınarak bir değerlendirme yapılabilecektir. Bu çerçevede İslam hukukunun temel kaidelerinden olan sözleşme serbestliği ilkesi nazara alındığında, özel amaçlı kurumların sukûk ihraçlarında kullanılmasının kural olarak İslami finansın temel amaçlarına herhangi bir aykırılık oluşturmayacağı söylenebilecektir. Diğer bir ifadeyle, sukûk ihracı için özel amaçlı kurumların varlığı, bunlara ayrı bir hukuki kişilik, hak ve işlem ehliyeti tanınması ve varlık ya da hakların bu kurumlara devredilmesi, kural olarak İslami finansın temel ilke ve prensiplerine aykırı sayılamayacaktır. Burada önemli olan bu kurumların temel amaçlara aykırı faaliyetlerde bulunmamalarıdır; ancak bu halde, bu tür kurumlar ihdas etmek İslami finans açısından mümkün ve hatta gerekli görülebilir. Zira İslami finans sistemindeki tüm kurumların ve işlemlerin, İslam hukukunun temel amaçlarına ulaşmaya uygun olması gerekmektedir.

Dördüncü Bölüm
Türk Hukukunda Özel Amaçlı Kurumlar (Varlık Kiralama Şirketi)

Bu bölümde, Türk hukukunda sukûk ihracı için kurulan özel amaçlı kurumlar (varlık kiralama şirketleri) ayrıntılı şekilde incelenmiştir. Bu kapsamda özel sektör ve Hazine tarafından kurulan varlık kiralama şirketleri üzerinde durulmuştur. Bu inceleme sonunda, varlık kiralama şirketlerinin, gerek Türk hukuku ve gerekse İslam hukuku çerçevesinden, kuruluş, faaliyet alanları, ehliyet ve amaçları nazara alındığında klasik bir şirket yapısında olmadığı, sui generis bir kurum olarak kabul edilmesi gerektiği tespit edilmektedir.

4.1. Türk Hukukunda Özel Sektör Varlık Kiralama Şirketleri

Hukukumuzda özel sektör sukûk ihraçları, varlık kiralama şirketi olarak tanımlanan özel amaçlı kurumlar tarafından gerçekleştirilebilmektedir. Diğer ifadeyle, Türk hukukunda varlık kiralama şirketi olmadan sukûk ihracı mümkün olamamaktadır. Bu özel amaçlı kurumların kuruluşu, faaliyet koşulları ve tabi olacakları hükümler SerPK ve KST başta olmak üzere SPK'nın düzenlemelerinde ayrıntılı olarak yer almıştır.

SerPK'nun 35. Maddesine göre varlık kiralama şirketi, bir sermaye piyasası kurumudur. Yine SerPK'nun 61 inci maddesinin ikinci fıkrasına göre de bu şirket sadece kira sertifikası ihraç etme amacıyla ve anonim ortaklık olarak kurulmaktadır. Buradan hareketle varlık kiralama şirketlerinin, kuruluş ve faaliyetleri açısından TTK hükümlerine tabi bir sermaye şirketi olarak nitelenecği söylenebilir. Nitekim bu şirketlerin kuruluşlarında, anonim şirketlerin kuruluş prosedürü aynen takip edilmekte; bu anlamda sermaye, ticaret siciline kayıt, zorunlu organlar gibi temel konularda, diğer anonim şirketlerden farklı bir statüsü bulunmamaktadır. Ancak TTK md 330 hükmü kapsamında varlık kiralama şirketleri, özel kanunlara tabi anonim şirketlerdendir ve TTK hükümleri ancak özel kanunlarda düzenleme olmayan hususlarda uygulanacaktır.

İşte bu noktada, TTK md 330'da bahsedilen özel kanun SerPK, KST ve diğer alt düzenlemelerdir. Bahse konu özel düzenlemelere yakından bakıldığında,

varlık kiralama şirketlerinin klasik anonim şirketlerden pek çok açıdan farklı olduğu tespit edilmektedir. Bu kurumları ve klasik şirketlerle farklarını aşağıdaki şekilde izah etmek mümkündür.

4.1.1. Varlık Kiralama Şirketinin Kuruluşu

TTK md 331 hükmü uyarınca anonim şirketler, kanunen yasaklanmamış her türlü ekonomik amaç ve konular için kurulabilir. Bu anlamda klasik bir anonim şirketin faaliyet alanında kural olarak bir sınırlama bulunmamaktadır. Varlık kiralama şirketleri ise sadece kira sertifikası ihraç etmek amacıyla kurulabilmektedir. Bu husus SerPK md 61/2 hükmünde açıkça zikredilmektedir. Şu halde kira sertifikası ihracı dışında bir amaçla varlık kiralama şirketi kurulabilmesi mümkün olamayacaktır. Diğer ifadeyle varlık kiralama şirketinin, kira sertifikası ihracı dışında bir iş ya da faaliyet içinde olması mümkün değildir.

TTK md 333 hükmü uyarınca GTB tarafından yayımlanan, Anonim ve Limited Şirketlerin Sermayelerini Yeni Asgari Tutarlara Yükseltmelerine ve Kuruluşu ve Esas Sözleşme Değişikliği İzne Tabi Anonim Şirketlerin Belirlenmesine İlişkin Tebliğ (İzin Tebliği) ile kuruluşu izne tabi şirketler belirlenmiş ve bu Tebliğ'in 5. Maddesinde "Sermaye Piyasası Kanununa tabi şirketlerin" kuruluşu GTB iznine tabi kılınmıştır. Bu çerçevede varlık kiralama şirketlerinin kuruluşu da GTB iznine tabidir. Elbette varlık kiralama şirketleri, kuruluş için aynı zamanda SPK'nın da iznini almak zorundadır. Dolayısıyla bu şirketlerin kuruluşu aşamasında iki ayrı izin alınması gerekecektir. İzin Tebliği düzenlemelerine göre kuruluş için önce SPK izni alınacak ve ardından bu izinle birlikte GTB'ye müracaat edilecektir.

TTK md 337 hükmüne göre bütün gerçek ve tüzel kişiler, bir anonim şirketin kurucusu olabilmektedir. Bu anlamda kurucuların nitelikleri açısından bir sınırlama bulunmamaktadır. Oysa varlık kiralama şirketlerinin kurucuları, sınırlı sayı prensibiyle belirlenmiştir. KST'nin 12/1 hükmüne göre ancak ve sadece aşağıdaki kurumlar varlık kiralama şirketinin kurucusu olabilmektedir:

a) Bankalar,
b) Portföy aracılığı, genel saklama hizmeti veya aracılık yüklenimi faaliyetinden herhangi birini yürütecek olan aracı kurumlar,
c) İpotek finansmanı kuruluşları,
ç) Payları borsada işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları,
d) Kurulun kurumsal yönetime ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde belirlenen birinci ve ikinci grupta yer alan halka açık ortaklıklar,
e) Derecelendirme kuruluşlarından talebe bağlı olarak notlandırma ölçeğine göre ihracın para birimi cinsinden yatırım yapılabilir seviyeye denk gelen uzun vadeli derecelendirme notunu alan ortaklıklar ve
f) Sermayelerinin % 51 veya daha fazlası doğrudan Hazine Müsteşarlığı'na ait olan ortaklıklar.

KST'deki düzenleme bununla sınırlı olmayıp, bu kurumların tamamına her türlü kira sertifikası ihraç etme izni de verilmemiştir. Buna göre yukarıda sayılan gayrimenkul yatırım ortaklıkları, halka açık ortaklıklar, yeterli derecelendirme notuna sahip ortaklıklar ile Hazine Müsteşarlığının çoğunluk hissesine sahip olduğu ortaklıkların kurduğu varlık kirama şirketleri, sadece kurucularının fon kullanıcısı olduğu kira sertifikalarını ihraç edebilecektir.

VKŞ'lerin sadece kurucusu olmak değil, pay sahibi olmak da KST'de yer alan sınırlamalara tabi tutulmaktadır. KST'nin 12/3-a maddesine göre şirketin birleşme ve bölünmesi SPK iznine tabidir. Dolayısıyla birleşme ya da bölünme yoluyla gerçekleşecek paydaş değişiklikleri ancak SPK'nın izniyle mümkün olabilecektir. KST md 12/3-b maddesine göre de varlık kiralama şirketlerinde yüzde on ve üzeri pay edinimleri ya da yönetimde ve oyda imtiyaz veren pay sahiplikleri SPK iznine tabi bulunmaktadır. Buna göre şirketin payları, kurucular ve üçüncü kişiler arasında serbestçe tedavül edememekte; SPK'nın izin vermeyeceği bir kişi varlık kiralama şirketinde yönetim ve kontrol olanağına sahip bir pay sahibi olamamaktadır. SPK bu hükümlerle, varlık kiralama şirketlerini sürekli olarak gözetim ve denetim altında tutmaktadır. Bu hükümlerdeki amacın, yatırımcıların güvenliğinin temin edilmesi olduğu anlaşılmaktadır. Nitekim SPK, kira sertifikalarına ilişkin düzenlemelere dair yaptığı basın duyurularında "yatırımcıların haklarının korunmasını" ana gerekçe ve amaç olarak ifade etmektedir. Bu hükümler aynı zamanda VKŞ'lerin sıkı bir kamu denetiminde olan yapılar olarak karşımıza çıkmasına yol açmaktadır.

Bu konuda, KST'nin 12. Maddesinde sayılan kuruluşlar dışındaki gerçek ve tüzel kişilerin kurucu olamayacakları gibi sonradan pay devri yoluyla varlık kiralama şirketine ortak olmalarının da mümkün olmadığı görüşü ileri sürülmektedir (Kulak, 2014: 55, 56). Bu şirketlerinin çok sınırlı bir amaç için ve sadece belirli nitelikleri haiz tüzel kişiler tarafından kurulabileceğine dair KST hükümleri nazara alındığında biz de aynı kanaati paylaşmaktayız.

Varlık kiralama şirketlerinin sermaye açısından klasik anonim şirketlerden diğer bir farkı, bu şirkete ayni sermaye konulmamasıdır. Bu da aslında VKŞ'lerin kuruluş amacından kaynaklanmaktadır. Kira sertifikası ihracı dışında ticari faaliyette bulunması mümkün olmayacak bir şirketin, aynı sermaye ile kurulmasının pratik bir anlamı olmayacaktır.

4.1.2. Varlık Kiralama Şirketinin Esas Sözleşmesine Dair Özellikler

TTK'nun 339. maddesinde, anonim şirketlerin esas sözleşmesinde bulunması zorunlu kayıtlar yer almaktadır. Bu hüküm, varlık kiralama şirketleri için de uygulama alanı bulacak olup bir VKŞ'nin esas sözleşmesinde de asgari olarak TTK md 339'da yer alan kayıtların bulunması gereklidir. Ancak bu kayıtlar

VKŞ'nin esas sözleşmesi için yeterli değildir. Zira SPK, varlık kiralama şirketlerinin kuruluş başvurusu için kendi hazırladığı standart esas sözleşme metninin kullanılmasını talep etmektedir. Esas sözleşme, kuruluş aşamasında SPK onayına tabi olduğu gibi KST'nin 12/3 hükmüne göre esas sözleşmede yapılacak değişiklikler de SPK onayı ile mümkün olabilmektedir. Yukarıda işaret edildiği üzere, İzin Tebliği uyarınca varlık kiralama şirketlerinin esas sözleşme değişiklikleri aynı zamanda GTB'nin de iznine tabidir.

Dolayısıyla kurucular, esas sözleşme metni konusunda serbestiye sahip değildirler. Kuruluş aşamasında da sonradan yapılmak istenen değişiklikler için de SPK ve GTB izni alınması gerekmektedir. Ayrıca KST'nin 12/1-son maddesine göre sadece kurucusunun fon kullanıcısı olacağı kira sertifikalarını ihraç etmek üzere kurulan bir VKŞ'nin esas sözleşmesinde bu sınırlamanın (sadece kurucunun fon kullanıcısı olduğu ihraçların yapılacağının) da yazılması gerekmektedir.

4.1.3. Varlık Kiralama Şirketinin Ehliyeti

TTK md 125/2 hükmüne göre ticaret şirketleri yasal istisnalar dışında TMK md 48 hükmü kapsamında hak sahibi olabilmekte ya da borçlanabilmektedir. TMK md 48'e göre ise bunlar niteliği itibariyle insana özgülenenler haricindeki her nevi hak ve borçları üstlenebilmektedir. Dolayısıyla kural olarak bir anonim şirket tam ehliyeti haizdir ve esas sözleşmesi çerçevesinde yetkili organları eliyle her türlü işlemi gerçekleştirebilir. Bu anlamda, mülga 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun 137. maddesinde yer alan ultra vires (esas sözleşmeyle belirlenmiş faaliyet konularının dışına çıkılmaması) kuralı, 6102 sayılı yasaya alınmamış ve ticaret şirketlerinin işlem ehliyetine dair bu sınırlama rejimi terkedilmiştir. Bu husus yeni TTK md 125/2 ile düzenlenmiştir. Her ne kadar TTK md 371 hükmünde yer alan "şirket temsilcilerinin şirketin amacına ve işletme konusuna giren her türlü işi ve hukuki işlemleri yapabileceği" kuralının ultra vires doktrininin devam ettiği şeklinde yorumlanabileceği ifade edilmekteyse de burada bahse konu amaç ve işletme konusuna giren işlemlerin, işlemin diğer tarafı olan üçüncü kişilerin iyiniyetli olması halinde şirket açısından bağlayıcı olacağına dair TTK md 371/4 fıkrası hükmü nedeniyle, kural olarak ultra vires'in kalktığı kabul edilebilir. Oysa varlık kiralama şirketlerinde, ultra vires kuralı sıkı bir şekilde yürürlüktedir ve KST hükümleri bunu özel olarak düzenlemiş bulunmaktadır.

Varlık kiralama şirketlerinin de esasen bir ticaret şirketi olarak hak ve fiil ehliyetine tam olarak sahip olması gerekirken, SerPK ve KST hükümleriyle bu ehliyeti sınırlanmış ve anılan şirketlerin kira sertifikası ihracı dışındaki her türlü ticari faaliyet ehliyeti ortadan kaldırılmıştır. Bu noktada, SerPK'daki

sınırlama ile KST'deki sınırlama hükümlerinin birbirinden farklı olduğuna işaret etmek gerekir. İki düzenleme dikkatle incelendiğinde KST'deki sınırlamanın kanun düzenlemesinden daha geniş olduğu görülmektedir. Zira SerPK md 61/3 hükmüne göre VKŞ'ler kendisine ait varlıkları ilgili kira sertifikası sahiplerinin çıkarlarına aykırı olarak kiralayamayacak ya da devredemeyecektir. KST'nin aynı hususu düzenleyen md 12/5 hükmünde ise VKŞ'nin, bu varlık ve haklar üzerine kira sertifikası sahiplerinin çıkarlarına aykırı bir tasarrufta bulunması yasaklanmaktadır.

Görüldüğü üzere Kanunda VKŞ'lerin dayanak varlıklar üzerindeki işlem ehliyeti, sadece "kiralama ve devretme yasağı" olarak ifade edilirken, Tebliğ'de bu sınırlama genişletilmekte, varlıklar üzerindeki "her türlü tasarruf" yasaklanmakta, ayrıca VKŞ'nin borçlanamayacağı ve varlıkları esas sözleşmedeki hükümler dışında kullanamayacağı tekrar edilmektedir. Normlar hiyerarşisi açısından kanunda olmayan bir sınırlamanın tebliğ ile ihdas edilmesinin mümkün olmayacağı savunulabilecektir. Ancak Türkiye'de faaliyet gösteren VKŞ'lerin esas sözleşmeleri incelendiğinde, bu esas sözleşmelerde, KST'nin 12/5 maddesindeki sınırlamaların aynen iktibas edildiği görülmektedir. Bahse konu esas sözleşme hükümlerindeki bu sınırlamalar, şirket açısından geçerli ve bağlayıcı olacaktır. Zira TTK md 371/2 uyarınca, VKŞ ile işlem yapan üçüncü kişilerin, yapılan işlemin VKŞ'nin işletme konusunun dışında bulunduğunu bilmemesi ya da bilemeyecek durumda olması mümkün olmamalıdır. Ancak bu bilebilecek durumda olmanın, sadece esas sözleşmenin ilanından kaynaklanmayacağına dikkat edilmelidir. TTK md 36/1 uyarınca ticaret sicilinin olumlu etkileri arasında işletme konusu bulunmamaktadır. Bu nedenle sadece esas sözleşmenin ilan edilmiş olması ve burada faaliyet sınırlamalarının yer alması, işlemin diğer taraflarının, VKŞ ile faaliyet konusu dışında bir işlem yaptığını bildiğini ispat için yeterli olmayacaktır. Fakat "şirket unvanı" sicilin olumlu etkileri kapsamındadır. Dolayısıyla unvan başta olmak üzere, VKŞ'lere ilişkin mevzuat, uygulama, KAP'ta ilan edilen ihraç belgeleri gibi dokümanlar, bu şirketlerin varlıklar üzerinde tasarruf yetkisinin olmadığını bildiren diğer emareler olarak değerlendirilebilecektir. Ancak teorik olarak, bu durumu bilmeyen bir üçüncü kişi ile yapılacak işlemlerin geçerliliğinin tartışma konusu olması mümkündür. Elbette VKŞ'nin KST'ye aykırı bütün işlemleri, SerPK'da yer alan idari ve cezai müeyyidelerin uygulanması sonucunu da doğuracaktır.

Burada "esas sözleşmede belirtilenler dışında ticari faaliyette bulunma yasağı"nın, varlıkların sukûk ihracı işlemleri dışında bir hukuki işleme konu edilemeyeceği anlamına gelip gelmeyeceği değerlendirildiğinde, karşımıza kanun koyucunun varlıklar üzerindeki tasarruf sınırlamasını ayrıca düzenleyerek, ticari faaliyet yasağı ile tasarruf yasağını iki farklı konu olarak ele aldığı

sonucu çıkmaktadır. Bu nedenle de ticari faaliyet yasağının, varlıklar üzerindeki her türlü tasarruf yasağı olarak kabul edilmesi mümkün olamamaktadır. Nitekim varlıklar, herhangi bir ticari faaliyete konu edilmeksizin, örneğin üçüncü kişilere bağışlanmaya konu edilmek istendiğinde, VKŞ'nin ticari faaliyette bulunma yasağını ihlal ettiği söylenemeyecektir. İşte bu noktada, KST'deki sınırlama dolayısıyla, VKŞ'nin bu tür tasarruflarda da bulunamayacağı kabul edilmelidir.

KST'nin md 13/8 hükmüne göre de VKŞ'ler sadece gerçekleştirecekleri faaliyetler açısından sınırlanmakla kalmamış; izin verilen faaliyetlerde yapabileceği harcamalar da kısıtlanmıştır. Buna göre VKŞ sadece ihraç konusu işlemler ve kendi faaliyetinin sürekliliği için zorunlu olanlar dışında harcama yapamamaktadır.

KST md 4/4 hükmüne göre ise VKŞ'nin ihraca dayanak olan varlıklar üzerinde yapabileceği işlemler de vade sonunda bunları kaynak kuruluş ya da üçüncü kişilere satma ve tahsil ettiği tutarı yatırımcılarına ödeme şeklinde ifade edilmektedir. Dolayısıyla VKŞ'nin, gerçekleştirdiği ihraca dayanak olan varlıklar üzerinde yapabileceği işlemler de mevzuatta ayrıca düzenlenmiştir.

Bütün bu sınırlamalara ilave olarak KST'nin 18. Maddesine göre VKŞ ve fon kullanıcılar, bankacılığa ilişkin mevzuat hükümleri saklı kalmak üzere, her türlü faaliyetleri açısından SPK tarafından denetlenecektir. Buna göre SPK, kendi mevzuatı çerçevesinde yapılacak tüm eylem ve işlemleri denetleyecek ve gerektiğinde sınırlamalar ya da yasaklamalar getirebilecektir.

Varlık kiralama şirketleri için öngörülen bir başka yasaklama ise faaliyette bulunmama yasağıdır. KST md 12/6 hükmüne göre bir varlık kiralama şirketi, esas sözleşmesinin SPK tarafından onaylanmasından itibaren bir yıl için kira sertifikası ihracı için SPK'ya müracaat etmek zorundadır. Aksi durumda, izleyen bir ay içinde ihraç başvurusu yapması veya faaliyet konusunu değiştirmesi ya da tasfiye sürecine başlaması gerekmektedir.

Şu halde varlık kiralama şirketi, yapabilecekleri ve yapamayacakları işlemler mevzuat ile katı kural ve sınırlamalara tabi tutulan, gerçek anlamda bir özel amaçlı kurum olarak nitelenebilecektir.

4.1.4. Varlık Kiralama Şirketinin Yönetim Kurulu

4.1.4.1. Yönetim Kurulunun Yapısı

TTK md 359 hükmüne göre bir anonim şirketin yönetim kurulu, bir ya da daha fazla kişiden oluşabilmekte, bu üyeler gerçek ya da tüzel kişi olabilmektedir. Tüzel kişilerin üye olarak seçilmesi durumunda, bu tüzel kişiyle birlikte onun adına tam ehliyetli bir gerçek kişinin tescil ve ilanı zorunluluğu bulunmaktadır. Yönetim kurulu toplantılarına katılarak oy kullanma işlemleri seçilen bu gerçek kişi tarafından yapılabilecektir.

Ancak KST'nin 13. maddesi, varlık kiralama şirketlerinin yönetim kurulunu özel olarak düzenlemiştir. Bu açıdan varlık kiralama şirketlerinde yönetim kurulunun yapısı ve işleyişi de diğer anonim şirketlerden farklılaşmaktadır. Buna göre;

(i) VKŞ yönetim kurulunda asgari üç üye olması gerekmekte olup, en az bir üyenin de SPK'nın kurumsal yönetime ilkelerine uygun şekilde bağımsız üye olması zorunludur. Burada bahsedilen bağımsız üye, VKŞ'nin belirli kararlarının alınmasında temel bir rol icra etmektedir. Nitekim KST md 13/6 hükmüne göre, fon kullanıcı ile varlık kiralama şirketinin kurucusunun aynı kişi olduğu ihraçlarda dayanak varlıklar üzerindeki tasarruflar ile ihraç bakımından önemli nitelikli işlemler, bağımsız üyenin alınacak kararda müspet yönde oy kullanmasına bağlıdır. Yönetim kurulu, bağımsız üyenin katılıp, olumlu oy kullanmadığı bir toplantı ile dayanak varlıklar üzerinde tasarruf edemeyecek, kira sertifikası ihracını ve bu anlamda yatırımcıların haklarını olumsuz etkileyecek kararlar alamayacaktır. Tebliğ bu noktada, bağımsız üyelerin katılımıyla verilecek kararlardan kaynaklanacak sorumluluğun yönetim kuruluna ait olduğunu ifade etmektedir.

(ii) Yönetim kurulunda üye olabilmek için yükseköğrenim mezunu olmak, banka ya da sermaye piyasalarında asgari 5 yıl tecrübeye ve VKŞ yönetim kurulu üyesi olmaya yeterli itibara sahip olmak gereklidir. Yine asgari bir üyenin de Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı belgesine sahip olması gereklidir.

(iii) Üyenin kendisinin ya da sınırsız sorumlu olduğu ortaklıklarla ilgili iflas ya da konkordato ilanları bulunmamalıdır.

Düzenlemeler incelendiğinde, VKŞ'ye yüklenen fonksiyonların yatırımcıları zarara sokmayacak şekilde icra edilebilmesi için özel bazı şartları taşımayan, bu alanda herhangi bir tecrübesi olmayan kişilerin yönetime girmemesinin amaçlandığı tespit edilebilmektedir. Ayrıca en az bir üyenin bağımsız olması zorunluluğu getirilmiştir. Bağımsız yönetim kurulu üyesinin nitelikleri ya da bunların kimlerden oluşabileceği SPK'nun II-17.1 Kurumsal Yönetim Tebliği ile düzenlenmektedir. SPK tarafından KST ile ilgili yayımlanan basın duyurusunda, yönetim kurulunda bağımsız üye bulunması zorunluluğunun gerekçesi olarak "çıkar çatışmalarının önlenmesini temin etmek" gösterilmiştir.

Konuya ilişkin kaynaklarda bağımsız üyenin bir amacının da yatırımcılarının korunması olduğu, zira bağımsız üye sayesinde özel amaçlı kurumun kurumsal bağımsızlığının sağlanarak, güvenli bir yönetim yapısı kurulabileceği ifade edilmektedir. Bağımsız üyeler, teorik olarak kaynak kuruluşun yönetiminde

görev almayan ve kaynak kuruluş ile bağlantısı olmayan kişilerden seçilmelidir. Bu bağımsız yönetim kurulu üyelerinin, özel amaçlı kurumun ve dolayısıyla yatırımcıların menfaatlerini önceleyeceği varsayılmaktadır. Bu esasen iflas riskinden korunma açısından önemli bir noktadır. Zira özel amaçlı kurumun ödemelerinde bir sorun bulunmazken, kurucu firmanın iflası halinde kurucu, özel amaçlı kurumun varlıklarını da kullanmak isteyebilecek ve bu halde kurucuyla irtibatlı olan yöneticiler kurucunun menfaatlerini korumak isteyeceği için bir menfaat çatışması ortaya çıkabilecektir. İşte bu noktada bağımsız yönetim kurulu üyeleri, özel amaçlı kurumun varlıklarının kurucu lehine kullanılmasına dair kararlar verilmesini önleyerek yatırımcıları koruyabilecektir. Aynı çerçevede, özel amaçlı kurumun ihtiyari tasfiye ya da iflas müracaatlarında bulunması, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin olumlu oyuna bağlanarak, bu yöneticilerin yatırımcıları koruması da sağlanmak istenmektedir (Baudistel, 2013: 1334; Kurtdarcan, 2018: 79, 80). Ancak uygulamada bağımsız yönetim kurulu üyeliği kurumunun, kendilerinden beklenen amacı gerçekleştiremediği görülebilmektedir. Örneğin Amerika Birleşik Devletlerin mahkemelerinde görülen General Growth Properties ("General Growth" or "GGP") davasında verilen karar ile bağımsız yönetim kurulu üyeliği kurumunun kendisinden beklenen fonksiyonu icra edemeyebileceği anlaşılmaktadır. Bu davaya konu olayda özel amaçlı kurum, kendi borçlarını ödeyebilecek durumda olduğu halde, ana şirketin iflas prosedürü başlatması üzerine, bu sürece dâhil olma kararı vermiştir (bu durum Amerika Birleşik Devletleri'nde iflas hukuku kuralları uyarınca mümkün olabilmektedir). Özel amaçlı kurumun, ana şirketle birlikte ihtiyari iflas müracaatına karşı alacaklılar, "özel amaçlı kurumun bağımsızlığı prensibi uyarınca, ana şirketin finansal durumundaki bozulmanın özel amaçlı kuruma iflasını talep etme hakkı tanımayacağı" ve "özel amaçlı kurumun bağımsız yönetim kurulu üyelerinin iflas kararına olumlu oy veremeyeceği" gibi itirazlarda bulunmuşlardır. Ancak davaya bakan mahkeme, davacıların bahse konu itirazlarını kabul etmemiştir. Alacaklılar, özel amaçlı kurumun tesis edilme amacına aykırılık ve kötü niyet iddialarında bulunmuşsa da, mahkeme bu itirazları da reddetmiştir. Mahkeme, özel amaçlı kurumun ihtiyari iflas kararından kısa süre önce yeni bağımsız yönetim kurulu üyeleri atamasını ve bu yeni üyelerin iflas kararı lehinde oy kullanmalarını, özel amaçlı kurumun kötü niyetli bir işlemi olarak kabul etmemiştir. Mahkeme bu değişimi ve kararı "bağımsız yönetim kurulu üyelerinin görevinin şirket ve hissedarların menfaatlerini korumak olduğu, bu kapsamda da iflas müracaatı kararına olumlu oy verebileceği" gerekçesiyle hukuka aykırı bulmamıştır (Baudistel, 2013: 1317; Pearce & Lipin, 2011: 220-223). Dolayısıyla Amerikan mahkemesinin bu kararına göre, bağımsız da olsa yönetim kurulu üyeleri, şirket ve ortakların menfaatine hareket edebileceklerdir.

Bu durumda anılan üyelerin örneğin sukûk yatırımcılarının menfaatine aykırı olacak kararlara da olumlu oy vermesi beklenebilecektir.

Burada üzerinde durulması gereken bir başka konu, uygulamada tayin edilen bu bağımsız üyelerin gerçekte ne kadar bağımsız oldukları ya da kararlarında bağımsız hareket edip etmedikleridir. Zira özel sektör varlık kiralama şirketlerinde yönetim kurulu üyeleri, bağımsız üye de dâhil olmak üzere kurucu tarafından atanmaktadır. Kira sertifikası ihraçlarının büyük bir kısmı ise kurucunun kendisi için gerçekleştirilmektedir. Kurucu, kendi varlık kiralama şirketi ile kendi finansman ihtiyacı için kira sertifikası ihraç etmekte, paylarının tamamı kurucuya ait olan bu VKŞ de yatırımcıların temsilcisi olarak kurucu ile akdettiği sözleşmeler tahtında dayanak varlık portföyünü yönetmekte, saklamakta ve paraya çevirmektedir. Bu süreçte VKŞ'nin, yatırımcıların menfaatini koruma fonksiyonunun icrasında kilit rollerden biri bağımsız yönetim kurulu üyesine ait olacaktır. Ancak ifade ettiğimiz üzere, bu üyenin de kurucunun iradesi ile tayin edilmesi bu bağımsızlığın ne kadar sağlanacağı konusunu tekrar düşünmeyi gerektirmektedir.

KST hükümlerine göre VKŞ kurucusu ile fon kullanıcının aynı kişi olduğu yapıda "önemli" olarak nitelenen işlemlerin yapılabilmesi için bağımsız üyenin olumlu oyu gerekmektedir. Önemli işler ise sınırlı sayı ilkesine göre belirlenmemiş, örnekleme yöntemiyle "dayanak varlık ve hakların satılması ya da rehinlerin paraya çevrilmesi" şeklinde sayılmıştır. Şu halde yatırımcıların menfaatlerini etkileyebilecek ya da varlıklardan gelir elde edilmesine etki edecek tüm işlemlerin önemli olarak nitelenmesi gerektiği söylenebilecektir. Bu tür işlemlerin, bağımsız yönetim kurulu üyesinin de kabul etmesiyle yapılabilmesi gerekecektir. Her ne kadar KST, sadece kurucu ile fon kullanıcının aynı kişi olduğu ihraçlar için bağımsız yönetim kurulu üyesinin olumlu oyunu aramaktaysa da kanaatimizce mevcut anonim şirket şeklindeki özel amaçlı kurum yapısında, tüm VKŞ'ler için bağımsız yönetim kurulunun önemli işlerde olumlu oyu aranmalıdır. Zira esasen bütün yatırımcılar açısından benzer riskler ya da korunma ihtiyaçları söz konusudur.

Ancak mevcut yapıdaki bağımsız üyelerin, kurucu şirket ile olan yakın ilişkileri nedeniyle diğer yönetim kurulu üyelerinin kararlarına uymak zorunda kalabileceği ya da kendilerini bu göreve atayanlara olan iyi hisleri nedeniyle onların karar ya da taleplerine karşı koyamayabileceklerine işaret edilmektedir. Bu nedenle de kurumsal yönetim ilkelerine uyumun bir gereği olarak bağımsız yönetim kurulu üyesi seçimi konusundaki yetkilerin sınırlanması ihtiyacı doğduğu kaydedilmektedir. (Kandemir, 2020: 454).

Buradaki bağımsızlığın tam olarak sağlanabilmesi için bağımsız üyenin SPK tarafından atanması ya da ihraç edilecek kira sertifikalarını satın alan

yatırımcılarının bu atamaya dâhil edilebilmesi değerlendirilebilecektir. Bu bağımsızlığın tam olarak temin edilebilmesinin yollarından biri de varlık kiralama şirketleri ile kurucu arasındaki bu organik bağı ortadan kaldırmak olabilecektir. Bunun için de fon kullanıcılardan bağımsız ya da kurucusu fon kullanıcı olmayan, uluslararası literatürde orphan SPV olarak da adlandırılan özel amaçlı kurumların ihdas edilmesi değerlendirilebilir. Bu yapı kapsamında, yatırımcıların da yönetim kuruluna üye tayini ya da değiştirilmesi sürecine katılması sağlanabilecektir. Bu çerçevede SPK'nın II.31/A.1 Nolu Borçlanma Araçları Sahipleri Kurulu Tebliği'nde olduğu şekilde, yatırımcıların bir kurul olarak birlikte hareket etmesi sağlanarak, özel amaçlı kurumlardan beklenen "yatırımcıların menfaatlerinin korunması" fonksiyonu tam olarak icra edilebilecektir.

Nitekim çalışmamız kapsamında yaptığımız derinlemesine mülakatlarda, halen faaliyet gösteren varlık kiralama şirketlerinin çoğunluğunda bağımsız üye olan yönetim kurulu üyelerinin, aslında fon kullanıcı ya da varlık kiralama şirketi ile doğrudan bağlantılı gerçek kişiler olduğu ortaya konmaktadır. Yine anılan mülakatlar sonucunda bu üyelerin, kurucu ya da fon kullanıcıyla olan ilişkileri nedeniyle kendilerinden beklenen fonksiyonları tam olarak ifa edemeyebilecekleri değerlendirilmektedir.

4.1.4.2. Yönetim Kurulunun Sorumluluğu

KST md 13/7'ye göre VKŞ'nin yönetim kurulu, ihraca dayanak olan varlık ve haklardan getiri elde edilmesinden ve bu getirilerin yatırımcılara ödenmesinden sorumlu tutulmaktadır. Burada bahsedilen sorumluluk KST md 4/4 hükmünde yer alan varlık ve hakların vade sonunda kaynak kuruluş ya da üçüncü kişilere satışı ve bedelin yatırımcılara hisseleri oranında ödenmesi zorunluluğunu kapsamaktadır.

Dolayısıyla VKŞ yönetim kurulunun, yatırımcıların hak ve menfaatlerini korunması beklenmekte, bu bağlamda yönetim kurulu, dayanak varlıkların ilgilisi oldukları kira sertifikalarının ihracı ve ihraç getirilerinin tahsili ve ödenmesi dışında bir amaçla kullanılmamasından, ayrıca bu varlıkların herhangi bir zarar ya da kayba uğramasının önlenmesinden de sorumlu tutulmaktadır. Bu çerçevede yönetim kurulunun, dayanak varlıkların eksiksiz ve doğru şekilde kaydedilmesi, bu varlıklar kaynak kuruluş veya fon kullanıcılarının zilyetliğine bırakılmışsa, bunların nerede ve hangi koşullarda saklandığının veya kullanıldığının takip edilmesi, bu varlıkların maruz kalabilecekleri zararların önlenmesi için kaynak kuruluş veya fon kullanıcıları ile akdettikleri sözleşmelerde gerekli düzenlemeleri yapması gerekmektedir. Örneğin varlıkların sigortalanması, bulundukları yerlerin fiziki koşullarının herhangi bir zarar ya da eksilmeye yol açmayacak nitelikleri haiz olması, gerekirse ilave fiziki ya da elektronik

güvenlik önlemlerinin alınmasının talep edilmesi gibi düzenlemelerin ilgili sözleşmelerde yer alması sağlanmalıdır. Elbette varlık kiralama şirketleri ve yönetim kurullarının bu önlemleri bizzat almaları ya da kaynak kuruluş/fon kullanıcısının ihlallerini fiziken tespit etmeleri ve önlemeleri mümkün değildir. SerPK'nın ya da KST'nin varlık kiralama şirketinin yönetim kurulundan beklediğinin bu olmadığı da açıktır. Örneğin varlıkların bulunduğu yerlerin fiziki güvenliği için personel istihdam etme, elektronik güvenlik cihazları temin edip yerleştirme, menkul varlıklara takip cihazları yerleştirme, yerinde teftiş ve takip süreçleri yürütme ve benzeri tedbirler varlık kiralama şirketlerine yüklenmesi mümkün olmayan sorumluluklardır. Burada yönetim kurulunun, ihraca dair sözleşmelerde bu konulara dair tedbirlerin düzenlenmesini sağlaması, fon kullanıcılarının bu konulara dair sorumluluk ve yükümlülüklerini sözleşmelerle hüküm altına alması ve bu yükümlülüklerin olası bir ihlali halinde akdi ve yasal müracaat haklarını kullanması gerekli ve yeterli olmalıdır.

Nitekim KST md 4/6 hükmüne göre VKŞ'ye olan borçların zamanında ödenmemesi ihtimaline ilişkin olarak şirket, kira sertifikası sahiplerinin çıkarlarının korunmasına yönelik olarak alınacak tedbirlere, dayanak varlıkların paraya çevrilmesini kapsayacak şekilde ilgili sözleşmelerde yer vermekle yükümlü bulunmaktadır.

Şu halde, kaynak kuruluş ya da fon kullanıcı ile akdedilecek sözleşmelerde, dayanak varlıklara ilişkin tedbirlerin ve yatırımcıları koruyacak düzenlemelerin yapılması halinde, ihraç süresince varlık kiralama şirketinden kaynaklanmayan ihlallerde, yönetim kurulunun sorumluluğu söz konusu olmayacaktır.

Burada kira sertifikasının ihraç türüne göre dayanak varlıkların mülkiyet ve kullanım haklarına dair farklı sözleşme türleri akdedilmekte ve dolayısıyla dayanak varlıkların tabi oldukları hukuki statüler de değişmektedir. Bu anlamda, ihracın türüne göre akdedilen sözleşmeler, TBK ve TMK hükümlerinde yer alan kurallara tabi olacak ve dolayısıyla kaynak kuruluş ya da fon kullanıcının sorumluluk ve yükümlülükleri anılan kurallar çerçevesinde değerlendirilecektir. Örneğin sahipliğe dayalı bir ihraçta, dayanak varlıklar kira akdi uyarınca fon kullanıcının zilyetliğinde bulunurken, ortaklığa dayalı ihraçlarda fon kullanıcı, dayanak varlığı ortak sıfatıyla tasarruf edecektir. Oysa alım satıma dayalı ihraçta dayanak varlıklar, azami ihracı izleyen iş günü içinde fon kullanıcı tarafından satılarak paraya çevrilmekte ve ihracın vadesi süresince VKŞ yönetim kurulunun saklama ya da korunmasını gözeteceği bir varlık portföyü bulunmamaktadır. Bu kapsamda da dayanak varlık üzerindeki hak ve borçlar ilgili akit türü açısından önemli farklılıklar gösterecektir. VKŞ yönetim kurulunun buradaki sorumluluğu belirlenirken ilgili akit türlerine ilişkin TMK, TBK ve KST hükümlerinin esas alınması gerekecektir.

VKŞ, anonim şirket olarak kurulduğu için bu şirketlerin yönetim kurulu üyeleri aynı zamanda TTK'nın konuya ilişkin hükümlerine de tabi bulunmaktadır. Bu çerçevede, TTK hükümlerine göre yönetim kurulu üyeleri, vazifelerini ifa ederken şirketin menfaatlerini korumak, dürüstlük kuralına uymak ve tedbirli bir yöneticiden beklenen düzeyde özenle hareket etmekle yükümlü bulunmaktadır (TTK 2012: 369/1).

Bu noktada, VKŞ yönetim kurulunun, TTK'nın şirketler topluluğuna ilişkin hükümlerinden kaynaklanan sorumluluğuna da işaret etmek gerekmektedir. Zira Türkiye'de varlık kiralama şirketleri, KST'nin 12. Maddesinde zikredilen banka ve diğer kuruluşlar tarafından, %100 pay sahipli iştirak olarak kurulmaktadır. TTK'nın 195 ve devamı maddeleri uyarınca Türkiye'de kurulan varlık kiralama şirketleri, kurucuları ile bir şirketler topluluğu oluşturmaktadır. Bu kapsamda VKŞ'yi kuran anonim şirket "ana şirket" olarak, varlık kiralama şirketi ise "yavru şirket" olarak konumlanmış olmaktadır.

TTK sistemi, hâkim şirketin bağlı şirket üzerindeki hâkimiyetinin mutlak olmamasını temin etmek üzere, hâkim şirket için bazı sınırlamalar getirmiştir. TTK md 202 hükmüne göre hâkim şirketin, maddedeki denkleştirme istisnası dışında, buradaki yetkisini bağlı şirketin kaybına neden olacak şekilde kullanması, bağlı şirketi personel, varlık ve hak devri işlemlerine, kâr azaltma ya da aktarmaya, varlıklar üzerine ayni veya şahsi haklar tesis etmeye zorlaması mümkün olamayacaktır. Yine bu madde kapsamında hâkim şirket, bağlı şirketi aval, garanti ya da kefalet taahhütlerinde bulunmaya, ödeme yapmaya, şirketin verimliliğini veya faaliyetlerini etkileyecek kararlar almaya, gelişimini destekleyecek önlemleri sınırlamaya yönlendiremeyecektir (TTK 2012: 202/1-a).

Tam hâkimiyet halinde ise hâkim şirketin yetkileri biraz daha geniş tutulmaktadır. TTK md 203 hükmüne göre, VKŞ'nin paylarının tamamına sahip olan kurucunun yönetim kurulu, VKŞ'nin kaybına neden olabilecek nitelikte talimatlar verme ya da VKŞ'yi bu tür işlemlere yönlendirme yetkisini haizdir. Bu tür bir durumda, varlık kiralama şirketinin yönetim kurulu, kural olarak anılan talimatlara uymakla yükümlüdür. TTK md 205 uyarınca, VKŞ'nin yönetim kurulu üyelerinin, bahse konu talimatlara uygun işlem yapmaları nedeniyle VKŞ'ye ve pay sahibine karşı sorumluluğu bulunmayacaktır. Buradaki talimata uyma yükümlülüğün istisnası ise TTK md 204 ile düzenlenmiş olup hükme göre "*bağlı şirketin ödeme gücünü açıkça aşan, varlığını tehlikeye düşürebilecek olan veya önemli varlıklarını kaybetmesine yol açabilecek nitelik taşıyan talimat verilemez*". Dolayısıyla bu istisnai hükümden, varlık kiralama şirketine SPK düzenlemelerindeki emredici hükümlere aykırı bir işlem talimatı verilemeyeceği sonucuna ulaşılabilecektir. Zira SPK düzenlemelerine aykırı işlem ve eylemler, VKŞ'nin tasfiyesine kadar uzanan müeyyidelere yol açabileceğinden, şirketin

SPK mevzuatına aykırı eylem ve işlemleri açıkça "varlığını tehlikeye düşürecek" mahiyettedir. Şu halde, VKŞ yönetim kurulu üyeleri, hâkim şirketin (kurucunun) yönetim kurulundan gelen, SPK düzenlemelerine aykırı talimatlara uymama yükümlülüğü altındadır. Aksi halde VKŞ'ye ve varsa diğer pay sahiplerine karşı sorumlu olacaklardır.

Burada karşımıza, TTK md 203 uyarınca verilen bir talimata uyulması sonucu, kira sertifikası sahiplerinin zarara uğraması ihtimali çıkacaktır. TTK md 205'teki koruma, şirkete ve pay sahiplerine karşı sorumsuzluk olarak düzenlenmiştir. Şirket alacaklılarına karşı sorumluluk ise TTK md 206 ile düzenlenmiştir. Buna göre, hâkim şirketin yönetim kurulu, SPK düzenlemelerine aykırı olmamakla birlikte, VKŞ'nin zararına neden olabilecek bir talimat verirse, VKŞ'nin bundan kaynaklanan kaybını, aynı hesap yılı içinde denkleştirmesi ya da varlık kiralama şirketine zamanı ve şeklini de belirterek bir talep hakkı tanıması gerekmektedir. Aksi halde, bahse konu talimatlar nedeniyle zarara uğrayan sertifika sahipleri, hâkim şirket olması nedeniyle kurucu ortağa ve onun zarara neden olan yönetim kurulu üyelerine karşı tazminat davası açabilecektir. Buradaki dava, zararın ve sorumluların öğrenilmesinden itibaren iki yıl ve her hâlükârda zarara neden olan işlemden itibaren beş yıl içinde açılmalıdır (Pulaşlı, 2011: 310-311). TTK md 202/1-d hükmüne göre bu davada, zarara neden olan işlemin, benzer şartlarda basiretli ve dürüst bir bağımsız yönetim kurulu tarafından da yapılacağı ya da yapılmasından imtina edilemeyeceği kanıtlanırsa, tazminat sorumluluğu söz konusu olmayacaktır. Yine davalılar, davacıların bahse konu denkleştirmenin yapılmadığını ya da talep hakkının tanınmadığını bildiğini veya bilmeleri gerektiğini ispatlayarak da sorumluluktan kurtulabilecektir.

TTK md 375 ile yönetim kurulu üyelerinin, vazgeçemeyeceği ve şirketin diğer organlarına ya da üçüncü kişilere devredemeyeceği yetkiler düzenlenmiştir. Anılan hükme göre yönetim kurulunun, şirketin üst düzey yönetimi ve buna ilişkin talimatlar verilmesi, muhasebe, finans denetimi ve finansal düzenin kurulması, senelik faaliyet raporlarının ve kurumsal yönetim açıklamalarının düzenlenmesi ile şirketin borca batık hale gelmesi durumunu mahkemeye bildirilme gibi yetkilerden vazgeçilmesi veya bunların devredilmesi mümkün olamamaktadır. Bu kapsamda VKŞ yönetim kurulu da şirketin belge ve kayıt düzeninin, KST başta olmak üzere SPK düzenlemelerine uygun şekilde yürütülmesinden sorumludur. Yine tüm kira sertifikaları ihraçlarının dayanak varlık ve haklarının satılarak, yatırımcılara ödemesi yapılmadan varlık kiralama şirketlerinin iradi tasfiye edilmemesi de yönetim kuruluna ait bir sorumluluk olarak düzenlenmiştir.

Yine TTK md 549 hükmü uyarınca, menkul kıymet ihracına ilişkin belgelerin doğru, gerçeğe uygun, hatasız, kanuna uygun olması ve bu belgeler düzenlenirken

herhangi bir bilginin saklanmaması da yönetim kurulunun yükümlülükleri arasındadır. Bu yükümlülüğün ihlali nedeniyle oluşacak zarardan anılan belgeleri düzenleyenler veya beyanlarda bulunanlar ve kusurları olması kaydıyla bunlara katılanlar sorumlu olacaktır. Dolayısıyla VKŞ'lerin, kira sertifikası ihraçlarına ilişkin olarak düzenledikleri dokümanlarda ortaya çıkacak bu tür kanuna aykırılıklardan kaynaklanan zararlardan, belgeyi düzenleyenlerle birlikte işleme katılan yönetim kurulu üyelerinin de sorumluluğu söz konusu olacaktır.

Konuya ilişkin olarak, TTK md 553 hükmünü de incelemek gerekmektedir. Anılan düzenlemeye göre bir anonim şirketin kurucuları ve yönetim kurulu üyeleri, kanun veya şirketin esas sözleşmesindeki yükümlülüklerini kusurlu olarak ihlal ederse, bundan kaynaklanacak zararlar bakımından şirketin kendisine ve şirketin pay sahibi ile alacaklılarına karşı sorumlu tutulacaklardır. Dolayısıyla VKŞ'nin yönetim kurulu üyeleri, TTK ya da SPK düzenlemelerini veya esas sözleşme hükümlerini kusurlu olarak ihlal ederse, bu ihlal nedeniyle zarara uğrayan sertifika sahipleri, ihlali gerçekleştiren yönetim kurulu üyesinden zararının giderilmesini talep edebilecektir. Hükmün son fıkrası ise genel bir sorumsuzluk hali düzenlemekte olup, yönetim kurulu üyeleri kontrolü dışında kalan bir ihlalden sorumlu tutulamayacaktır. Zarardan birden fazla yönetim kurulu üyesi sorumluysa, TTK md 557 uyarınca bunlardan her biri, "kusuruna göre ve durumun gereklerine göre, zarar şahsen kendisine yükletilebildiği ölçüde, bu zarardan diğerleriyle birlikte müteselsil sorumlu" olmaktadır. Nitekim konuya ilişkin olarak İstanbul Bölge Adliye Mahkemesi 13. Hukuk Dairesi'nin E. 2020/1549 K. 2021/222 T. 18.2.2021 tarihli kararına göre TTK md 553 uyarınca sorumluluk davası açılabilmesi için iddia edilen kaybın bir doğrudan zarar mahiyetinde olması gerekecektir. Buna göre şirket yöneticilerinin, şirketin bir yükümlülüğünü ifa etmeyerek şirketin aczine neden olması, üçüncü kişiler açısından doğrudan zarar olarak nitelenebilecektir. Dolaylı zararlar açısından ise üçüncü kişiler sadece yöneticilerin ödeyeceği tazminatın şirkete ödenmesini talep edebileceklerdir (İstanbul Bölge Adliye Mahkemesi, 2021).

Yönetim kurulu üyelerinin özene dayalı sorumluluğunun şartları ise TTK md 553/2 hükmünde belirlenmiştir. Buna göre yönetim kurulu, yetkilerini bir başkasına devretmişse, devralan kişileri seçmede makul derece olarak ifade edilen bir özen göstermekle yükümlüdür. Şayet buradaki özen yükümlülüğü yerine getirilmişse, yetkileri devralanların fiillerinden yönetim kurulu üyeleri sorumlu tutulamayacaktır. Ancak bu seçimde makul özenin gösterildiği ispat edilemezse, yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu söz konusu olacaktır.

VKŞ'lerin bir anonim şirket olmaları nedeniyle, yönetim kurulu üyelerinin, İİK hükümleri uyarınca da hukuki ve cezai sorumlulukları olduğuna işaret

edilmelidir. Nitekim İİK md 333/a hükmü uyarınca, alacaklıları zarara uğratmak kastıyla şirketin borçlarını ödemeyen yöneticiler, eylemleri başka bir suç oluşturmuyorsa şikâyet halinde hapis ve adli para cezasıyla karşılaşabilecektir. Yine İİK md 345 atfına istinaden yönetim kurulu üyeleri; İİK md 331 uyarınca malvarlığının elden çıkarılması, telef edilmesi, muvazaalı işlemlere konu edilmesi ya da değerinin azaltılması gibi işlemler ile İİK md 333 uyarınca gereğinden fazla masraflar yapma, cüretli talih oyunları veya basiretsiz spekülasyonlara girişme ya da işlerinde ağır ihmallerde bulunma şeklinde, kendi fiilleriyle aczine sebep olması hallerinde de cezai müeyyidelere muhatap olacaktır.

Yine TMK md 50/3 uyarınca da organ sıfatıyla yönetim kurulu üyeleri, kusurlarından dolayı kişisel olarak sorumlu tutulmaktadır. VKŞ yönetim kurulu üyelerinin, Türk Ceza Kanunu uyarınca güveni kötüye kullanma (TCK, 2004: 155) ya da şirket hakkında yanlış bilgi verme (TCK, 2004: 164) kapsamında cezai sorumluluğu da söz konusu olabilecektir. Bu kapsamda TCK md 164 hükmüne göre yönetim kurulu üyelerinin, kamuya açıkladıkları beyanların ya da genel kurula ilettikleri raporların veya önerilerin ilgililer açısından zarara neden olacak mahiyette gerçeğe aykırı ve önemli bilgiler vermeleri veya verdirtmeleri cezai müeyyide ile sonuçlanacaktır.

4.1.5. Varlık Kiralama Şirketinde Kayıt Düzeni ve Raporlama

KST ile varlık kiralama şirketlerinin kayıtlarının nasıl izleneceği de özel olarak düzenlenmiştir. Öncelikle VKŞ'lerin aynı anda birden fazla kira sertifikası ihraç etmesinin mümkün olduğuna tekrar işaret etmek gerekir. Bu şekilde birden fazla ihraç halinde VKŞ, her bir tertip ihraca dayanak olan varlık ve hakları, bunların getirilerini ve işlemlere dair giderleri ilgili kira sertifikası bazında ayrı şekilde izlemekle yükümlü tutulmuştur. Bu sayede her bir tertip kira sertifikası sahibinin, kendi sertifikalarının temsil ettiği ya da getirilerinden yararlanma hakkı sağladığı varlık ve hakların önceden belirlenmiş ve ihraç vadesi süresince belirlenebilir olması sağlanacaktır. Dolayısıyla bu düzenleme, aynı zamanda sukûk yatırımcılarının korunması amacına da hizmet edebilecektir.

KST md 13/2 uyarınca da VKŞ, finansal tablolarındaki varlıkları, hakları ve yükümlülükleri her bir tertip kira sertifikası altında gruplamak, bunları likidite esası uyarınca sıraya yerleştirmek ve en yakın itfa tarihlileri sıralamada en üstte olmak üzere raporlamakla yükümlüdür. VKŞ'nin finansal tablolarında her bir tertip kira sertifikasına ilişkin gelir ve giderlerin raporlanması gruplanma şeklinde yapılacaktır.

KST'nin 15. Maddesine göre VKŞ yönetim kurulu, ilgili kira sertifikalarının itfasına kadar, varlık ve hakların getirileri, bunlardan gerçekleşen tahsilatları ve yapılan ödemeleri gösteren bir rapor hazırlayacaktır. Anılan yatırımcı raporu

halka arz şeklindeki ihraçlarda KAP'ta yayınlanacak, diğer ihraçlarda SPK'ya ve kira sertifikası sahiplerine iletilecektir. Bu rapor sayesinde sertifika sahipleri, düzenli olarak bilgilendirilmiş olacaktır.

4.1.6. Varlık Kiralama Şirketinin Tasfiyesi ve Yatırımcıların Tazmini

KST md 14 hükmüne göre her bir ihraca ilişkin varlık ya da haklar paraya çevrilerek yatırımcılarına ödeme yapılmaksızın, VKŞ'nin ihtiyari olarak tasfiyesi mümkün olamayacaktır. Uygulamada VKŞ'lerin esas sözleşmesinde bu hükmün aynen iktibas edildiği ve iradi tasfiyenin mümkün olmaması hususunun esas sözleşme hükmü olarak da düzenlendiği görülmektedir. Bu hüküm, özel amaçlı kurumların ortaya çıkma amaçlarına uygun ve dünya uygulamalarına koşuttur. Bu sınırlama sayesinde varlık kiralama şirketinin, elindeki dayanak varlık ya da hakları paraya çevirerek, sertifika sahiplerinin alacaklarını ödemeden tasfiyeye girmek suretiyle yatırımcıları zarara uğratması önlenmektedir.

Varlık kiralama şirketlerinin zorunlu tasfiyesi ise KST 14 ile düzenlenmiştir. Buna göre SPK; VKŞ'nin hukuka aykırı işlem ya da eylemlerde bulunması, mali durumunun bozulduğunun tespit edilmesi ve iflas ya da tedirci tasfiyesine karar verilmesi halinde SerPK'nın 96, 97 ve 98. maddelerindeki tedbirleri alabilecektir.

SerPK'nun 96. maddesine göre, varlık kiralama şirketleri mevzuat hükümlerine, SPK standartlarına ya da esas sözleşmesine aykırı faaliyetlerde bulunursa, SPK iki şekilde hareket edebilmektedir:

a) VKŞ'den belirleyeceği bir sürede bu aykırılığı gidermesini isteyebilir. Verilen sürede aykırılık giderilmezse, VKŞ'nin faaliyetlerini sınırlandırabilir, geçici olarak durdurabilir, daha önce verdiği yetkileri iptal edebilir veya başkaca tedbirler uygulayabilir.

b) SPK aykırılığı giderilmesi için süre vermeye gerek görmeksizin, yukarıdaki müeyyideleri doğrudan da uygulayabilir. Bahse konu aykırılıkların tespiti halinde SPK, varlık kiralama şirketinin yöneticileri ya da çalışanları hakkında da işlem tesis etme yetkisini haizdir. Bu kapsamda SPK, hukuka aykırı faaliyetlerde sorumluluğu olan kişilerin lisanslarını geçici veya sürekli şekilde iptal edebilir; imza yetkilerini sınırlayabilir ya da tamamen kaldırabilir, yönetim kurulu üyelerinin hukuka aykırı işlemlerindeki sorumluluğu mahkemelerce tespit edilirse bu üyeleri görevden alarak ilk genel kurul toplantısına kadar yerlerine yeni üye tayin edebilir.

Bu noktada hakkında işlem yapılan VKŞ'nin bir banka iştiraki olması halinde, Bankacılık Kanunu'ndaki TMSF'ye devir hükümleri ve TMSF tarafından banka ve iştirakleri hakkındaki işlem yetkileri olduğu gözden kaçırılmamalıdır. Bankalar hakkında, Bankacılık Kanununda düzenlenen müeyyide kararları, SPK tarafından değil TMSF tarafından verilecektir. SPK, ilgili banka ya da

yöneticilerinin bu faaliyetlerine ilişkin verdiği izin ya da lisanslar varsa bunları iptal etme ve sermaye piyasası işlemlerine dair imza yetkilerini sınırlama kararları verebilecektir. Zira bankaların, kira sertifikası ihracı gibi sermaye piyasası işlemleri, genel faaliyetlerinin sadece bir kısmını oluşturmaktadır ve ana faaliyet konusunu oluşturan bankacılık işlemleri açısından denetim ve gözetim BDDK ve TMSF gibi kurumların yetkisindedir. Nitekim SerPK md 97/2. ve 4. fıkralarında bu husus açıkça ifade edilmektedir.

SerPK'nun 97. maddesine göre ise VKŞ'nin, sermaye yeterliliğini sağlayamaması, nakit ödeme ve finansal araç teslimini gerçekleştirememesi halinde veya kısa süre içinde gerçekleştiremeyeceği ya da mali yapısının ciddi şekilde veya taahhütlerini yerine getiremeyecek kadar zayıfladığı tespit edilirse Kurul tarafından **a)** VKŞ'den azami üç ay içinde mali yapısını güçlendirilmesi talep edilebilir ya da **b)** Kurul herhangi bir süre vermeden VKŞ'nin faaliyetlerini geçici olarak durdurabilir; yetkilerini kaldırabilir; yatırımcıları tazmin kararı verebilir; sorumlu bulunan yöneticilerin lisanslarını iptal edebilir, bunların imza yetkilerini sınırlayabilir veya kaldırabilir ve VKŞ'nin yönetim kurulu üyelerini görevden alarak ilk genel kurul toplantısına kadar yeni üyeler tayin edebilir; VKŞ'nin tedricî tasfiyesine karar vererek tasfiyenin bitmesini takiben veya tedricî tasfiyeye gitmeksizin doğrudan iflasını isteyebilir ve ayrıca Kurul gerekli bulacağı başkaca tedbirler de alabilir.

Hükmün ikinci fıkrasına göre VKŞ'nin yetkileri sürekli şekilde kaldırılırsa ilgili Kurul kararından, tedricî tasfiyenin tamamlandığı ilan edilinceye kadar; VKŞ hakkında iflas istenmesi hâlinde, bu istemle ilgili mahkeme kararına kadar; VKŞ'nin malvarlıkları, Kurul ve YTM'nin yapacağı işlemler dışında, devir, rehin ve teminat işlemlerine konu edilemez, bunlar üzerine haciz ya da tedbir işlenemez. Buna göre VKŞ aleyhine yapılan hacizler ve ihtiyati tedbirler düşecek ve icra ve iflas takipleri kendiliğinden duracaktır. Yine herhangi bir takip muamelesi ile kesilebilen zamanaşımı ve hak düşürücü süreler de işlemeyecektir. İflas kararı verilmesi durumunda, YTM'nin alacakları, devletin ve sosyal güvenlik kuruluşlarının AATUHK'da yer alan alacaklarından sonra gelecek şekilde imtiyazlı olarak tahsil edilecektir. Bu alacaklar, İİK md 232'de düzenlenen sıra cetvelinin kesinleşmesi beklenmeden ödenecektir. Bankacılık Kanununa tabi banka ve kuruluşlar ile gerçek ve tüzel kişiler açısından TMSF'nin alacakları YTM alacaklarından öncelikli olacaktır.

VKŞ'nin faaliyetlerinin geçici olarak durdurulması halinde bunların malvarlıkları yeniden faaliyet izni verilinceye kadar, Kurulun işlemleri dışında devir, rehin, teminat, tedbir ve haciz işlemlerine konu edilemeyecektir. Bunlar hakkındaki icra ve iflas takipleri ile haciz ve ihtiyati tedbirler durur. Zamanaşımı ve hak düşürücü süreler de işlemez. İlgili VKŞ'nin faaliyetlerinin devamına

karar verilmesi halinde faaliyetlerin durdurulmasından önce var olan işlemlere kaldıkları yerden devam olunacaktır.

Bankalar açısından, yukarıda zikredilen tedbirlere kural olarak BDDK karar verecektir ancak sermaye piyasası mevzuatı ihlallerinin düzeltilmesi ya da bu alandaki faaliyetinin yürütülmesine ilişkin tedbirler konusunda SPK yetkili olmaya devam edecektir. BanK uyarınca yönetim veya denetimi TMSF'ye devredilen bankalar bakımından ise bu tedbirlere TMSF tarafından karar verilir. Yatırım kuruluşlarının tedrici tasfiyesi hakkındaki düzenlemeler kıyasen VKŞ bakımından da uygulanacaktır (KST, 2013: 14/1-son).

Bu noktada TTK md 210/3 hükmünde yer alan fesih davasına da kısaca değinmek gerekir. Anılan hükme göre özel kanunlardaki hükümler saklı kalmak üzere, bir ticaret şirketi kamu düzenine ya da işletme konusuna aykırı işlemler veya buna dair hazırlıklar yaparsa ya da muvazaalı işlemler yaptığı tespit edilirse GTB, şirket hakkında, bu durumun tespitinden itibaren bir yıl içinde fesih davası açabilecektir. Hükümdeki özel kanunlar, varlık kiralama şirketleri açısından hiç şüphesiz sermaye piyasalarına ilişkin mevzuat düzenlemeleridir. Bu nedenle VKŞ'ler açısından TTK md 210 hükmünün uygulanmayacağını değerlendirmekteyiz.

SerPK 82. maddesinde, tüm yatırım kuruluşlarının sermaye piyasası araçlarına yatırım yapanların tazmin edilmesine dair özel düzenlemeler içermektedir. VKŞ'ler de bir yatırım kuruluşu olduğundan, bu şirketlerin ihraç ettiği kira sertifikalarını satın alan yatırımcılar da anılan tazmin hükümlerinden yararlanabilecektir.

SerPK md 82 hükmüne göre varlık kiralama şirketlerinin nakit ödeme ya da kira sertifikası teslim yükümlülüğünü ifa etmemesi ya da kısa sürede ifa edemeyeceğinin tespiti halinde, SPK tarafından yatırımcıları tazmin kararı alınabilecektir. Bu hükmün uygulanması bakımından kamu tüzel kişiliğini haiz Yatırımcı Tazmin Merkezi (YTM) ihdas edilmiştir.[8] Varlık kiralama şirketleri, kanun hükmü uyarınca YTM'ye katılmakla yükümlüdür. Buna göre VKŞ hakkında yatırımcıları tazmin kararı verildiğinde, şirketin ödemelerinin durması ve mal varlığının YTM tarafından tasarruf edilebilmesi kararı verilebilecektir.

SerPK md 84 uyarınca kira sertifikası sahipleri, VKŞ'nin nakit ödeme ya da kira sertifikası teslim etme yükümlülüğünü ihlal etmesi halinde tazmin talepli olarak YTM'ye müracaat edebileceklerdir. Ancak piyasadaki fiyat dalgalanmalarından kaynaklanan zararlar bu kapsamda sayılmayacaktır. YTM'nin

8 YTM'nin hukuki statüsü ve işleyişi ile bahse konu tazmin ve tasfiye işlemleri Yatırımcı Tazmin Merkezi Yönetmeliği ve Yatırımcıların Tazmini ve Tedrici Tasfiye Usulleri Hakkında Yönetmelik hükümlerinde ayrıntılı olarak düzenlenmiştir.

tazmin yükümlülüğü süre, miktar ve kapsamla sınırlanmış bulunmaktadır. İlgili sınırlamalar SerPK md 84 ve md 85 ile Yatırımcıların Tazmini ve Tedrici Tasfiye Usulleri Hakkında Yönetmelik hükümlerinde düzenlenmektedir.

SerPK 86. Maddesine göre de VKŞ hakkında, yatırımcı tazmin kararı verilirse, Kurul VKŞ'nin tedrici tasfiyesine de karar verebilecektir. Tasfiye işlemlerini YTM yürütecektir. SerPK, tedrici tasfiyenin amacını, tasfiyesine karar verilenlerin malvarlıklarını paraya çevirerek, yatırımcıların bakiye alacaklarının ve YTM'nin yatırımcılara halefiyetinden kaynaklanan alacakların ödenmesi şeklinde ifade etmektedir. Tedrici tasfiye kararı ve buna dair işlemlere, TTK ve İİK ile sair mevzuattaki tasfiye hükümleri uygulanmayacaktır (SerPK, 2012: 86/2).

Tedrici tasfiye kararı verilen VKŞ'nin tüm organlarının vazife ve selahiyetlerini, YTM yürütecektir. Tasfiyenin sonuçlandığı ilan edildiğinde, anılan vazife ve selahiyetler kanuni organlar tarafından tekrar üstlenilecektir (SerPK, 2012: 86/3). Hakkında bu karar verilenlerin ödemeleri durur ve malvarlığı üzerindeki tasarruf yetkisi YTM'ye geçer. Tasfiyenin kapatılmasına kadar iflas süreci işlemeyecektir. Tedricî tasfiye kararı verilenler hakkında, İİK ve AATUHK kapsamında yeni takip yapılmayacağı gibi daha önce başlayan takipler duracak; zamanaşımı ve hak düşüren süreler işlemeyecektir (SerPK, 2012: 86/4). YTM ayrıca, VKŞ'nin yönetim ve denetimini doğrudan veya dolaylı olarak elinde bulunduran ortaklar hakkında, alacaklıların menfaati için zorunlu muhafaza önlemlerinin alınması için mahkemeye müracaat edebilecektir (SerPK, 2012: 86/7).

VKŞ hakkında iflas ya da tedricî tasfiyeye kararı verilmesi halinde SPK, sorumlulukları tespit edilen; doğrudan veya dolaylı yüzde ondan fazla paya sahip ortakların, görevden ayrılmış olan veya görevde bulunan yönetim kurulu üyelerinin ve imzaya yetkili yöneticilerinin şahsen iflasını da talep edebilecektir (SerPK, 2012: 98).

VKŞ'lerin yegâne borcu, kira sertifika sahiplerine yapılması gereken ödemeler olacaktır. Yine anılan şirketlerin, amaçları dışında faaliyet gösterememesi ve harcama yapamaması kaideleri de nazara alındığında, bu şirketlerinin esasen sadece fon kullanıcıdan gelen ödemeleri kira sertifikası sahiplerine aktaran bir aracı olduğu görülmektedir. Bu açıdan, kural olarak VKŞ'lerin ödeme borçlarını yerine getirememesinin temel nedeni, fon kullanıcının kendi yükümlülüklerini ifa etmemesi olabilir. Ancak teorik olarak, VKŞ'nin ödemelerini zamanında yapmaması, tahsil ettiği alacakları kira sertifikası sahiplerine ödememesi ya da ödeyememesi de mümkündür. Bu halde de SPK tarafından yatırımcıların tazmini, tedrici tasfiye ve iflas prosedürleri uygulanabilecektir.

Ayrıca TTK md 18 hükmü nedeniyle de varlık kiralama şirketleri, her türlü borçları için iflasa tabidirler. Türkiye uygulamasında, anonim şirket olarak kurulmak zorunda ve tacir niteliğini haiz olmaları nedeniyle iflasa tabi

olmaktadırlar. Ancak (Kulak, 2014: 63, 64)'a göre bu kapsamda varlık kiralama şirketlerinin iflaslarının talep edilmesine gerek olmayacaktır. Zira bu şirketlerin tek alacaklısı, kira sertifikası yatırımcıları olup, yatırımcılara olan borç ödenmezse tedrici tasfiye yoluna gidilebilecektir.

Yine varlık kiralama şirketinin, bir banka tarafından kurulmuş olması ve kurucu bankanın TMSF'ye devrolması nedeniyle, BankK md 134 uyarınca VKŞ'nin yönetim ve denetiminin TMSF'ye devrolması halinde, VKŞ yöneticileri ve ortakları hakkında uygulanacak müeyyideler, Bankacılık Kanunu uyarınca BDDK ve TMSF'nin yetkisinde olacaktır. Bu yetkiler aşağıda ayrıca ele alınmaktadır.

4.1.7. Varlık Kiralama Şirketinin Malvarlığının Korunması

Kira sertifikası ihraçlarında, yatırımcılara yapılacak ödemelerin kaynağı, dayanak varlıklar olup, bu varlıklar da yatırımcılar hesabına, VKŞ tarafından muhafaza edilecek, yönetilecek ya da işletilecektir. Bu nedenle, varlık kiralama şirketinin malvarlıklarının korunması, SerPK ve KST hükümleriyle özel olarak düzenlenmiştir.

Nitekim SerPK md 61/4 hükmüne göre VKŞ'nin, ihraçtan kaynaklanan yükümlülüklerini süresinde ifa edememesi, yönetiminin veya denetiminin kamu kurumlarına geçmesi, faaliyet izninin kaldırılması veya iflas etmesi durumunda ilgili varlıklardan tahsil edilecek getiriler, önce yatırımcılara ödenecektir. Bu halde Kurul, yatırımcıların haklarını muhafaza etmeye yönelik tüm tedbirleri alabilecektir. KST md 4/3 hükmünde de VKŞ portföyündeki varlık ve hakların hiçbir surette teminat amacı haricinde kullanılamayacağı, başka alacakların teminatı olamayacağı, haczedilemeyeceği ve iflas masasına dâhil olmayacağı ifade edilmekte ve bunlar hakkında ihtiyati tedbir verilemeyeceği de hükme bağlanmaktadır.

Bu hükümlere göre VKŞ nezdindeki dayanak varlıklar, ihraç kapsamı dışında tasarruf edilemeyecek ve yatırımcıların müracaat edebilecekleri bir varlık portföyü, ihracın vadesi süresince muhafaza edilebilecektir.

Bu hükümlerin, yatırımcıları da sektörü de tam anlamıyla koruyabilmesi için her bir ihraç işleminin dayanak varlık ve haklarının, ihracın başlangıcından vade sonuna kadar belirli, izlenebilir, denetlenebilir ve mevzuatın gerektirdiği hallerde yatırımcı alacaklarının tahsilinde kullanılabilir olması gereklidir. Bu anlamda özellikle dayanak varlık ve hakların fon kullanıcının bilançosunda kaldığı ihraçlarda, dayanak varlık ve hakların raporlanmasına ve VKŞ kayıtlarında izlenmesine dair yükümlülüklere riayet edilmesi zorunlu olacaktır.[9]

---

9 Oysa Türkiye uygulamasında bazı ihraçlarda dayanakların belirli menkul, gayrimenkul ya da haklar olarak belirlenmesi yerine ihraç tutarının fon kullanıcının genel ticari faaliyetlerinde kullanılmak

4.1.8. Varlık Kiralama Şirketinde Vergilendirme

Doğası gereği karmaşık sözleşmelerden oluşan sukûk ihraçlarında, vergi düzenlemelerinin de bu karışıklığı arttırmasının önüne geçmek için sukûk ihraçlarının vergilendirmesinde daha sade bir vergi düzeni kurulmasının uygun olacağını değerlendirmekteyiz. Bu sayede, özellikle finansal okuryazarlığı nispeten daha az olması beklenen bireysel yatırımcıların, sukûk ihraçlarına ilişkin tam ve doğru bilgilendirilmesi de mümkün olabilecektir. Bu kapsamda Türk vergi mevzuatının konuya ilişkin düzenlemelerine, aşağıda sadece varlık kiralama şirketleri açısından genel bir çerçeve olarak yer verilecektir.

4.1.8.1. Kurumlar Vergisi Açısından İnceleme

KVK hükümlerine göre sermaye şirketleri kurumlar vergisine tabidir. KVK bakımından da vergi mükellefleri, tam ve dar mükellef olarak sınıflanmaktadır. Özel amaçlı kurumlar ihracın türüne göre Türkiye'de kurulmuş olup olmadıkları açısından tam ya da dar mükellef olarak kurumlar vergisine tabi olabilecektir. Ancak KVK md 5 hükmünde, kurumlar vergisine dair istisnalar düzenlenmiş bulunmaktadır. Bu çerçevede örneğin KVK 5/1-k bendi uyarınca varlık ve hakların, kira sertifikası ihracı kapsamında, vade sonunda geri alınması kaydıyla VKŞ'ye satılması ve geri satın alınmasından doğan kazançlar kurumlar vergisinden istisna edilmiştir.

KVK md 4/1-o hükmüne göre HMVKŞ'ler, kurumlar vergisinden muaf tutulmuştur. Kanaatimizce, bu muafiyetin özel sektör tarafından kurulan varlık kiralama şirketlerine de tanınması sukûk ihraçlarının desteklenmesi ve düzenlenmesinde önemli katkılar sunacaktır.

4.1.8.2. Diğer Vergi ve Harçlar Açısından İnceleme

Damga Vergisi Kanunu ile Harçlar Kanunu uyarınca yargı, tapu, trafik, kadastro, noter ve konsolosluk harçları ile pasaport, ikamet ve çalışma izni, vize ve Dışişleri Bakanlığı tasdik harçları, gemi ve liman harçları, imtiyazname, ruhsatname ve diploma harçları kira sertifikası ihracı işlemlerinde tahakkuk etmeyecektir. Yine 3065 sayılı Katma Değer Vergisi Kanununun 17/4-g hükmü uyarınca dayanak varlık ve hakların vade sonunda geri alınması şartıyla devri halinde yapılan işlemler KDV'den istisna edilmektedir.

üzere aktarıldığı ve ihraç süresince hangi varlık ya da hakların dayanak olduğunun belirlenebilir olmadığı gözlenebilmektedir. Fon kullanıcının olası bir temerrüdü ya da VKŞ'nin yönetim ve denetiminin kamu kurumlarına devri halinde dayanak varlık ve hakların haciz, tedbir ya da iflas risklerinden korunabilmesi için ihraca dair sözleşmelerde bu belirsizliklerin ortadan kaldırılmasına dair düzenlemeler yapılması gerekli hale gelmektedir.

Gider Vergileri Kanunu ve Emlak Vergisi Kanununda sadece HMVKŞ'nin kira sertifikalarından kaynaklanan kira gelirleri ile vade bitiminde tahsil edilen tutarların BSMV'den istisna tutulduğuna ve ihraca dayanak olan taşınmazların da emlak vergisine tabi olmadığına dair düzenlemeler varsa da bu istisnalar özel sektör varlık kiralama şirketlerinin ihraçlarında uygulanmayacaktır.

Sukûk ihraçlarında, kaynak kuruluşun kendi kurduğu varlık kiralama şirketi üzerinde kira sertifikası işlemleri gerçekleştirmesi ve bu kapsamda anılan iki kuruluş arasındaki varlıkların devri ve iadesine dair işlemlerin emsallerine uygun yapılması, aksi takdirde KVK açısından transfer fiyatlaması düzenlemelerinin gündeme geleceği kaydedilerek, bu konuda sorunlar ortaya çıkmaması için bu işlemlerin transfer fiyatlaması dışında tutulması önerilmektedir (Söyler, 2016: 99). Aslında sukûk ihracı işleminde beklenen husus, bu devirlerin gerçek değerleri üzerinden yapılmasıdır. Ancak uygulamada, özellikle varlıkların kaynak kuruluşa iadesi nominal değer üzerinden yapıldığından, ihraç ve itfa tarihleri arasında dayanak varlığın değerinin arttığı varsayımında, nominal değerden devir, transfer fiyatlaması incelemesini gerekli kılabilecektir.

Ayrıca sukûk işlemlerinde, kaynak kuruluşun verdiği vekâlet ya da yönetim hizmetleri için bu kuruluşa ödenen ücretlerin de transfer fiyatlaması ve örtülü kazanç aktarımı hususları açısından incelenmesi gerekir. KVK md 13 uyarınca ilişkili kişiler ile yapılacak işlemlerin emsallerine uygun olması prensini ihlal eder mahiyetteki bedel veya fiyat üzerinden mal veya hizmet alışverişleri, transfer fiyatlandırması yoluyla örtülü kazanç dağıtımı olarak tanımlanmaktadır. VKŞ ile bu şirketin kurucusu ve hissedarı olan kaynak kuruluşun, KVK açısından ilişkili kişi olarak kabul edileceği de aşikârdır. Kanunda emsallere uygunluk prensibi, "ilişkili kişilerle yapılan mal veya hizmet alım ya da satımında uygulanan fiyat veya bedelin, aralarında böyle bir ilişkinin bulunmaması durumunda oluşacak fiyat veya bedele uygun olması" şeklinde tanımlanmaktadır. Şu halde, sukûk ihracı kapsamında akdedilen sözleşmelerde belirlenen fiyat ya da bedeller, ilgili işleme dair olağan piyasa fiyatlarından farklılaşırsa, yukarıda anılan örtülü kazanç aktarımı iddialarıyla karşılaşılması söz konusu olabilecektir.

4.2. Türk Hukukunda Hazine Tarafından Kurulan Varlık Kiralama Şirketi

KFBYK'nın 7/A maddesine göre kamu kira sertifikaları, bu işlemler için kurulmuş olan bir özel amaçlı kurum olarak Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketi (HMVKŞ) tarafından ihraç edilmektedir. Bu bölümde HMVKŞ'nin yapısı hakkında bir değerlendirme yapılacaktır.

4.2.1. Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketinin Kuruluşu

KFBYK 7/A maddesine göre, maddede sayılan varlık ve haklara ilişkin olarak alım, satım, kira, bedelli veya bedelsiz devir, inşaat ve benzeri işlemleri mevzuatta yer alan şekil kurallarına tabi olmadan gerçekleştirmeye ve bunları aynı şekilde yapmak üzere varlık kiralama şirketleri kurmaya ilgili Bakan yetkilendirilmiştir. Anılan Bakanlık[10] ayrıca bu şirketlerin kurulması için kamu sermayeli kurumları da görevlendirilebilecektir. Dolayısıyla bahse konu şirket, ilgili Bakan ya da Bakan'ın görevlendireceği kurumlar tarafından kurulabilecektir. Bu kapsamda kurulacak varlık kiralama şirketleri, özel hukuk tüzel kişiliğini haiz olacak ancak TTK'nın kuruluş, tescil, denetleme, sermaye, tasfiye ve işleyişe ilişkin hükümlerine bağlı olmayacaktır. Ayrıca bu şirket, yukarıda sayılan işlemleri, mevzuatta yer alan şekil kurallarına tabi olmaksızın gerçekleştirebilecektir. Kanunun 7/A maddesinin birinci fıkrasının, şekle tabi olmadan işlem yapma ve TTK hükümlerine tabi olmamaya ilişkin bölümünün Anayasa'ya aykırılığı iddia edilerek iptali talep edilmiş ancak Anayasa Mahkemesi bu talebi, Türk hukukunda sözleşmelerin şekle tabi olmamasının esas kural olması gerekçesiyle reddetmiştir (Anayasa Mahkemesi - GK, E. 2013/72 K. 2013/126, T. 31.10.2013).[11]

Sermayesinin tamamı Bakanlığa ait olan bu şirketler, "Söz konusu taşınır ve taşınmazlar ile maddi olmayan varlıklara dayalı olarak, hasılatı Bakanlığa aktarılmak veya ulusal ve uluslararası borsalar, diğer likit piyasalar ile borsa dışında işlem yapmak üzere yurt içi ve yurt dışı piyasalarda kira sertifikası ihraç edebilmektedir".

Bu kapsamda 2013 yılında T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı tarafından, paylarında tamamı Müsteşarlığa ait olmak üzere 50.000.-TL sermayeli HMVKŞ kurulmuştur.

4.2.2. Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketinin Esas Sözleşmesine Dair Özellikler

Şirketin ilk esas sözleşmesi 24 Haziran 2013 tarih ve 8348 sayılı Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan edilmiştir.

HMVKŞ'nin esas sözleşmesi incelendiğinde, şirketin kuruluş amacı, menkul ve gayrimenkuller ile maddi olmayan varlıkların Hazine Müsteşarlığınca

---

10 KFBYK'ya göre bu işlemlerde Hazine ve Maliye Bakanlığı yetkili bulunmaktadır.

11 Bu karara katılmayan AYM üyelerinin karşı oy yazıları incelendiğinde, muhalif üyelerin, 'bu şirketlerin TTK hükümlerine tabi olmadan kurulmaları' ve 'akdettikleri sözleşmelerin herhangi bir şekle tabi kılınmamasının', idareye keyfi uygulamalara yol açacak kadar geniş bir takdir yetkisi vereceği, bunun da hukuki güvenlik ve öngörülebilirliği ortadan kaldıracağı ve bu haliyle hükmün belirsizliğe neden olacağı ve objektiflik kıstasını karşılamayacağı görüşlerinin savunulduğu, bu nedenlerle hükmün Anayasaya aykırı olacağının değerlendirildiği tespit edilmektedir.

kiralanarak gelir elde etme, bu varlıklar ile gelirlerini dayanak göstererek kira sertifikası ihraç etme ve kira süresi sonunda anılan varlıkları kaynak kuruluş olan kamu kurumuna iade etme olarak bildirilmektedir. HMVKŞ, kendi adına ve sertifika sahiplerinin hesabına ve yararına, kamu varlıklarını devralacak, kiralayacak, devredecek ve sair tasarruflarda bulunacak, bahse konu kiralamadan elde ettiği gelirleri de payları oranında yatırımcılara ödeyecektir.

HMVKŞ'ye kamunun elindeki taşınır, taşınmaz ile maddi olmayan varlıklar şeklinde geniş bir varlık portföyünden yararlanma olanağı verilerek, yeterli varlık bulunamadığı için ihraçların sınırlı kalmasının önüne geçmenin hedeflendiği ifade edilmektedir (Çobanoğlu, 2020: 66).

HMVKŞ'nin esas sözleşmesi, 14 Nisan 2020 tarih ve 10058 sayılı Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan edilen yeni esas sözleşme ile tadil edilmiştir. Yeni esas sözleşmeye göre şirketin kurucusu Hazine ve Maliye Bakanlığı olup, 50.000 TL'lik sermayeyi temsil eden payların tamamı anılan Bakanlığa aittir. Şirketin amacı ve konusu yeni esas sözleşme ile tadil edilmiştir. Buna göre şirket; borsalarda işlem gören emtiaya ve KFBYK kapsamındaki halka kapalı kurum ya da kuruluşlara ait maddi ya da gayrimaddi varlıklara ilişkin alım, satım, kira, ivazlı ya da ivazsız devir, inşaat ve benzeri işlemleri şekil şartlarına bağlı olmadan gerçekleştirecek; bu kapsamda anılan varlıkların değerlendirilmesi için eser sözleşmeleri akdedebilecek, imtiyaz haklarını devralabilecek, varlıkları yönetecek, bunları başka kurum ya da kuruluşlara devredebilecek ve bunlara dayalı olarak yurt içinde ya da dışında kira sertifikası ihraç edebilecektir.

Esas sözleşmenin, şekil ve içerdiği maddeler itibariyle klasik bir anonim şirket esas sözleşmesiyle koşut olarak düzenlenmediği, TTK md 339'da yer alan asgari şartları da ihtiva etmediği görülmektedir. Bu durum HMVKŞ'nin, TTK hükümlerine tabi olmaması ile açıklanabilecektir.

4.2.3. Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketinin Ehliyeti

HMVKŞ münhasıran kira sertifikası ihraç etmek üzere kurulmuştur. Esas sözleşmesi uyarınca da HMVKŞ bu ihraç kapsamında, kamu varlıklarını kendi namına ve yatırımcılar hesabına ve yararına devralma, bunları kiralama, devretme ve gerekli diğer tasarruflarda bulunma, ihraç gelirlerini yatırımcılara ödeme ve ihraçla ilgili diğer işlemleri yapma yetkilerini haizdir. Nitekim KFBYK'nun 7/A maddesinin gerekçesinde, kira sertifikası ihracının tek amacının finansman temini elde etmek olduğu ve şirkete tanınan muafiyet ya da istisnaların da bu amaç kapsamında ihdas edildiği vurgulanmaktadır. Bu kapsamda şirket, kira sertifikası ihracı dışında herhangi bir faaliyetle uğraşamayacak, varlıklarını yine kira sertifikası ihracı amacı dışında kullanamayacak, bu varlıklar üzerinde üçüncü kişiler yararına ayni hak tesis edemeyecek ve

mülkiyetindeki varlıkları kaynak kamu kurum veya kuruluşu dışındaki kişilere devredemeyecektir. Ayrıca varlıklar üzerinde, ihraca ilişkin şartlara aykırı herhangi bir işlem tesis edilemeyecek olup, anılan sınırlamalar ilgili taşınmazın tapu kaydına da şerh edilecektir. Dolayısıyla bir kira sertifikası ihracına dayanak olan taşınır ya da taşınmaz bir varlığın, ilgili ihracın vade sonuna kadar özelleştirme, başka bir kuruma devredilme, özel hukuk kişilerine tahsis edilme, kiralanma ve sair gibi işlemlere konu olması mümkün değildir. Oysa çeşitli yargı kararlarına konu olan işlemlerde, ihraca dayanak varlıkların farklı hukuki işlemlere konu olabildiği tespit edilmektedir. Bunun temel sebebinin ise dayanak varlıkların seçimi aşamasındaki hukuki durumlarının yeterince incelenmemesi olduğu kanaatindeyiz. Dayanak varlıkların başka hukuki işlemlere konu edilememesini sağlamak için bu hususun ilgili taşınmazın tapu kaydına da şerh verileceği düzenlenmiştir. Ancak bu sadece taşınmazlar için bir hukuki koruma olup, KFBYK'da taşınır varlıklara özel bir düzenlemeye yer verilmemiştir.

KFBYK uyarınca, yukarıda anılan dayanak varlıkların, ihraç için kurulan varlık kiralama şirketince tasarruf edilebilmesi için gerekli devir, tescil ve sair işlemler Müsteşarlığın yazılı talimatı ile gerçekleştirilecektir. Yine dayanak varlıkların her türlü bakımı, onarımı, inşası, korunması, işletilmesi ve benzeri bütün işlemler varlık kiralama şirketi tarafından değil, varlığın ilk sahibi kamu kurumu tarafından yapılmaya devam edilecek ve bu işlemlere dair masraflar da ilgili kamu kurumu tarafından üstlenilecektir. Bu şekilde varlık kiralama şirketi ve dolayısıyla yatırımcılar, dayanak varlıklarla ilgili bu işlemlerin herhangi bir masrafını üstlenmemektedir. Şirketin ihraç işlemleri, Hazine ve Maliye Borçlanma Genel Müdürlüğü tarafından; kira sertifikalarına ilişkin ödemeler, itfa ve risk yönetimi işlemleri ise Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü ve/veya Borçlanma Genel Müdürlüğü tarafından yerine getirilecektir.

Dolayısıyla HMVKŞ'lerin de klasik bir özel amaçlı kurum gibi sınırlı bir hukuki işlem ehliyetini haiz olduğu tespit edilmektedir.

4.2.4. Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketinin Yönetim Kurulu

4.2.4.1. Yönetim Kurulunun Yapısı

KFBYK incelendiğinde HMVKŞ'nin yönetim kuruluna ilişkin doğrudan bir düzenleme olmadığı tespit edilmektedir. Bu konu HMVKŞ'nin kuruluşu esnasında esas sözleşme ile düzenlenmiştir. Kanun bu şirketi kurma görevini ilgili Bakan'a vermiş olmakla, şirketin organlarının kimlerden oluşacağını da esas sözleşme ile Bakan belirlemektedir. Nitekim HMVKŞ'nin 2013 yılında ilan edilen esas sözleşmesine göre yönetim kurulu, Hazine Müsteşar Yardımcısı, Hazine Müsteşarlığı Kamu Finansmanı Genel Müdürü ve Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdüründen oluşturulmuştur. Müsteşar Yardımcısı ya da Genel

Müdürlerin olmadığı durumlarda bunların vekilleri yönetim kurulu üyesi olacaktır. Üyelere ücret, huzur hakkı, ikramiye, prim gibi ödemeler yapılmayacağı hükme bağlanmıştır.

2020 yılında ilan edilen yeni esas sözleşmeye göre ise şirketin yönetim kurulu, Hazine ve Maliye Bakan Yardımcısı, Borçlanma Genel Müdürü ve Kamu Finansmanı Genel Müdüründen oluşan üç kişilik bir heyet olarak tadil edilmiştir. Anılan Bakan Yardımcısı ya da Genel Müdürlerin bulunmaması halinde de vekilleri yönetim kurulu üyesi olacaklardır. Burada da üyelere bu görevleri için herhangi bir ücret, huzur hakkı, ikramiye ya da prim ödenmemektedir.

Burada dikkat çeken konu yönetim kurulu üyelerinin, belirli kamu görevlerinde bulunan kişilerden oluşmasıdır. Buna göre ilgili kamu görevine yapılacak yeni atamalarda, HMVKŞ'nin yönetim kurulundaki gerçek kişiler de değişmiş olacaktır.

SPK'ya tabi VKŞ'lerden farklı olarak HMVKŞ bünyesinde bir bağımsız üye bulunma zorunluluğu bulunmamaktadır. Yukarıda ifade edildiği üzere bağımsız yönetim kurulu üyesinin ana fonksiyonu, çıkar çatışmalarının önlenmesi suretiyle yatırımcıların korunmasıdır. HMVKŞ yapısında ise kanun koyucunun bu tür bir korumaya gerek görmediği anlaşılmaktadır. HMVKŞ'nin sukûk ihraçlarında, işlemlerin tamamı zaten kamu eliyle yürütüleceği ve yatırımcıların borçlusu da kamu olacağı için bu tür bir ilave korumaya ihtiyaç olmayacağı değerlendirilmiş olmalıdır. Ayrıca gerçekten bağımsız bir üyenin, esasen Bakanlığın talimatlarına uymak zorunda olmayacak bir kişi olması gerektiği nazara alınırsa, kamu yönetimi düzenlemeleri açısından da bu tür üye tayini mümkün olmayabilecektir.

4.2.4.2. Yönetim Kurulunun Sorumluluğu

Kanunda, HMVKŞ yönetim kurulunun sorumluluğuna ilişkin de açık bir düzenlemeye yer verilmemiştir. Yukarıda ifade edildiği üzere HMVKŞ'nin yönetim kurulu üyeleri, esas sözleşme ile belirlenen idari makamlara atanan kamu yöneticileridir. Diğer ifadeyle yönetim kurulu üyeleri devlet memurlarından oluşmaktadır. Bu çerçevede anılan üyelerin öncelikle kamu görevlisi olarak tabi oldukları idari ve cezai sorumlulukları olacağı aşikârdır. Buna göre yönetim kurulu üyelerinin, kurucuya karşı sorumlulukları açısından idare hukukundan kaynaklanan sorumlulukları söz konusu olacaktır.

Bunun yanında HMVKŞ'nin yönetim ve işleyişi kapsamında, yatırımcılara karşı da sorumlulukları bulunmaktadır. Bu açıdan öncelikle HMVKŞ'nin faaliyetlerinin idare hukuku işlemleri olmayacağını tespit etmek gerekir. Zira KFBYK metninde açıkça HMVKŞ'nin bir özel hukuk tüzel kişisi olduğu ve şirket ile yatırımcılar arasındaki ihtilaflarda ticaret mahkemesinin görevli olacağı

düzenlenmiştir. Buna göre HMVKŞ ile yatırımcılar arasında gerçekleşen kira sertifikası alım satım işleminin, idarenin özel hukuk sözleşmelerinden biri olarak değerlendirilmesi gerekecektir. Ancak burada HMVKŞ'ye, TTK hükümleri uygulanmayacağından, HMVKŞ'nin yönetim kurulunun TTK'da düzenlenen anonim şirketlerin yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğuna ilişkin hükümlerine tabi olmayacağını değerlendirmekteyiz. Buna karşılık, buradan HMVKŞ yönetim kurulu üyelerinin, yatırımcılara karşı sorumsuz olacağı gibi bir sonuca varılamayacaktır. Zira öncelikle tüzel kişilerin organlarının sorumluluğunu düzenleyen TMK md 50 hükmü anılan yönetim kurulu üyeleri açısından da uygulama alanı bulacaktır. Ayrıca anılan üyelerin TBK'daki haksız fiil hükümleri, İİK md 331 ve 333 ve TCK md 115 ile memur suçlarına ilişkin hükümler kapsamında da sorumlulukları söz konusu olacaktır.

Yatırımcılara karşı sorumluluk açısından HMVKŞ'nin ihraç ve ödeme işlemleri şirket yönetim kurulu dışında Bakanlığa bağlı diğer Genel Müdürlükler tarafından yürütüldüğü için anılan idari birimlerin eylem ve işlemlerindeki hukuka aykırılıklar nedeniyle ortaya çıkacak zararlar için idarenin sorumluluğuna müracaat edilmesinin de mümkün olacağını değerlendirmekteyiz.

4.2.5. Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketinde Kayıt Düzeni ve Raporlama

Kanunun 7/A maddesi uyarınca HMVKŞ'ler, TTK'da yer alan anonim şirketlerin kuruluşu, tescili, denetlenmesi ile bunların sermaye, tasfiye ve işleyişine ilişkin hükümlerine tabi olmadan kurulduğu gibi TTK, VUK ve ilgili diğer mevzuattan kaynaklanan defter tutma ve diğer yükümlülüklerden muaf sayılmıştır. Şu halde HMVKŞ'ler, özel hukuk VKŞ'lerin farklı olarak ticari defter tutmakla ve dayanak varlıklara ilişkin özel kayıtlar ve raporlamalar yapmakla yükümlü değildirler. Şirketin esas sözleşmesinde de bu hususa işaret edilmiş ve şirket işlemlerine ilişkin belge ve kayıt süreçlerinin ilgisine göre Borçlanma Genel Müdürlüğü ya da Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü tarafından yürütüleceği hükme bağlanmıştır. HMVKŞ, ayrıca SPK düzenlemelerine da tabi olmadığından anılan düzenlemelerdeki belge ve kayıt düzenine ilişkin hükümler de uygulama alanı bulmayacaktır.

Türkiye uygulamasında HMVKŞ'lerin tüm ihraçları, dayanak varlık olarak belirlenen taşınmazların tapuda HMVKŞ adına tescili, ilgili idareye kiralanması ve HMVKŞ'den geri alınması suretiyle gerçekleştirilmektedir. Bu ihraç yapısında dayanak varlıklar tapu sicilinde izlenebileceğinden, HMVKŞ'nin ayrı bir kayıt ve izleme yapmasına ihtiyaç olmadığı düşünülebilecektir. Ancak HMVKŞ'lerin diğer ihraç yöntemlerini de kullanmaya başlaması halinde yatırımcıların menfaatlerinin korunması için özel hukuk VKŞ'lerinde olduğu gibi ayrı bir belge ve kayıt düzeni oluşturulması gerekli olacaktır.

4.2.6. Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketinin Tasfiyesi

Kanun, HMVKŞ'nin tasfiyesine ilişkin özel bir düzenleme getirmemiştir. Şirketin esas sözleşmesinde de tasfiye ve sona ermeye dair hüküm bulunmamaktadır. Yukarıda izah edildiği üzere HMVKŞ'ler ve yaptıkları işlemler TTK, VUK ve SerPK hükümlerinden istisna tutulmuştur. Bu durumda HMVKŞ'lerin, diğer anonim şirketlerle aynı tasfiye usulüne tabi olmayacağı ortaya çıkmaktadır. Nitekim HMVKŞ'nin esas sözleşmesinde de açıkça TTK'nın tasfiyeye ilişkin hükümlerine tabi olunmadığı ifade edilmektedir. HMVKŞ'nin kuruluş işleminin bir idari işlem olduğu nazara alındığında, idare hukukunun temel prensiplerinden olan "yetki ve usulde parallelik ilkesi" uyarınca şirketin tasfiyesinin ya da sonra ermesinin de aynı yetkili makam tarafından aynı usulle gerçekleştirileceği kabul edilebilecektir. Buna göre HMVKŞ, kendisini kuran Bakan tarafından sona erdirilebilecektir.

Nitekim Anayasa Mahkemesinin 2013 tarihli kararında, bu şirketin tasfiyesi halinde tasfiye payının tümümün kurucusu ve sermayesinin tamamına sahip olan hazineye intikal edeceğine işaret edilmektedir (AYM, 2013).

4.2.7. Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketinde Malvarlığının Korunması Vergilendirme ve İmtiyazlar

4749 Sayılı Kanun, HMVKŞ'ye ve bu şirketin kira sertifikalarına ilave istisna ve muafiyetler tesis etmektedir. Bu kapsamda, malvarlığının korunması amacı doğrultusunda HMVKŞ'ye ait mallar ve bütün varlıklar ceza ve takip hukuku başta olmak üzere ilgili diğer mevzuat açısından devlet malı sayılmaktadır. Bunun temel hukuki sonuçları; İİK md 82/1 ve AATUHK md 70/1 uyarınca haczedilmelerinin mümkün olmaması ve TCK md 152 uyarınca mala zarar verme suçunun nitelikli hali olarak, bu mal ya da varlıklara verilecek zararların ağırlaştırılmış cezai müeyyideye tabi tutulması şeklinde karşımıza çıkacaktır. Buna göre, özel sektör varlık kiralama şirketlerinden farklı olarak HMVKŞ'nin mal varlığına, daha özel bir hukuki koruma sağlanmaktadır.

Bunun yanında, HMVKŞ için ekonomik olarak da çeşitli avantajlar düzenlendiği tespit edilmektedir. KVK md 4/1-o hükmüne göre HMVKŞ, kurumlar vergisinden muaf tutulmuştur. Benzer şekilde HMVKŞ, 492 sayılı Harçlar Kanunun kapsamında "ticari işletme rehni dâhil her türlü ticaret sicili harçlarından ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde yapılacak her türlü ilana ilişkin ilan ücretlerinden muaftır".

Malvarlıkları açısından da istisnalar düzenlenmektedir. Örneğin HMVKŞ'ye ait taşınmazlar için 6305 sayılı Afet Sigortaları Kanunu ile ihdas edilen zorunlu deprem sigortası yaptırılması gerekli bulunmamaktadır. SerPK'ya tabi kira sertifikalarına benzer şekilde, KFBYK 15/son maddesi uyarınca gerçekleştirilerek

ihraç işlemleri, kira sertifikaları ile bunlara dair işlem ve kâğıtlar damga vergisi ve harçlardan ve genel yönetim kapsamındaki kamu idareleri ile bu idarelere bağlı veya bu idareler nezdinde tesis edilen kuruluşlar tarafından talep edilecek tüm ücretlerden istisna tutulmuştur.

6802 sayılı Gider Vergileri Kanununun 29. Maddesine göre HMVKŞ tarafından ihraç edilen "kira sertifikalarından elde edilen kira gelirleri ve vade sonunda lehe alınan paralar" Banka ve Sigorta Muameleleri vergisinden istisna tutulmuştur. 1319 sayılı Emlak Vergisi Kanununun 4-z ve 14/j maddelerine göre HMVKŞ'nin ihraçlarına dayanak olan binalar, arsalar ve araziler emlak vergisinden muaftır.

Kira sertifikası ihracına ilişkin iş ve işlemlere 2886 sayılı Devlet İhale Kanunu ile 4734 sayılı Kamu İhale Kanunu hükümleri uygulanmayacaktır. Buna göre ihraç kapsamındaki devir, kiralama, hizmet alımı gibi işlemler için anılan kanunlardaki ihale prosedürlerinin işletilmesini gerek bulunmamaktadır.

İhraca dayanak varlıklarla ilgili devir, tescil ve sair işlemlerin Bakanlığın yazılı talimatı ile gerçekleştirilecek olması da esasen önemli bir avantaj olarak kabul edilmelidir. Zira özel sektör sukûk ihracında, dayanak varlık olarak seçilen taşınmazın kaynak kuruluştan VKŞ'ye intikali için standart tapu devir prosedürü uygulanmaktadır. Bu kapsamda, taşınmazın bulunduğu yerdeki belediyeden rayiç tespiti alınması, aynı yerdeki tapu müdürlüğüne malik tarafından bizzat müracaat edilmesi ve tapu müdürlüğünün iş sırasına göre vereceği randevu saatinde alıcı ve satıcı tarafın sicilde hazır bulunarak devir belgelerini imza etmesi, harç ve ücretlerin ödenmesi gibi maliyetlere neden olan işlemleri gerekmektedir. Oysa kamu tarafından gerçekleştirilen ihraca dayanak varlığın HMVKŞ'ye devri için ilgili Bakanlık tarafından tapu müdürlüğüne bir yazı gönderilmesinin yeterli olacağı anlaşılmaktadır.

Genel bir teşvik olarak kabul edilmeyecekse de Hazine'nin kira sertifikalarının bir avantajı olarak Kanunun Geçici 30. Maddesi de zikredilebilir. Bu maddeye göre de Vakıflar Genel Müdürlüğünün, Türkiye Vakıflar Bankası Türk Anonim Ortaklığı nezdindeki idare ve temsil ettiği belirli grup paylar için ödenmesi öngörülen devir bedeline karşılık olarak ihraç edilen kira sertifikaları borçlanma olarak kaydedilmeyecek ve bu kira sertifikaları için KFBYK'da zikredilen ödenek koşulu aranmayacaktır.

Yine Kanunun 7/A maddesine göre ihraç kapsamında akdedilecek kira sözleşmelerine TBK'nun kiraya ilişkin hükümleri uygulanmayacak, bu kira işlemlerine varlığın ilk sahibi olan kamu kurumu ile HMVKŞ arasında akdedilen kira sözleşmesi hükümleri uygulanacaktır. Bu hüküm önemlidir, zira HMVKŞ'nin kuruluşundan itibaren bütün kira sertifikaları, Hazineye ait taşınmazların satışı ve geri kiralanması yapısı üzerinden gerçekleştirilmektedir. Buna

göre kira sertifikası ihracı kapsamında akdedilen kira sözleşmelerinde, HMVKŞ kendi namına yatırımcıların hesabına ve yararına ilgili dayanak varlığı (mevcut uygulamada taşınmaz varlıkları) önce Hazine ve Maliye Bakanlığı'ndan satın almakta ve ardından da anılan Bakanlığa kiraya vermektedir. Bu kapsamdaki kira sözleşmelerine TBK'nın kira sözleşmelerine dair hükümlerinin uygulanmaması, yatırımcılar açısından kiraya verenin, Bakanlık açısından ise kiracının hak ve yükümlülüklerine ait hükümlerin uygulama alanı bulmaması anlamına gelmektedir. Buna göre taşınmazları kullanıma elverişli teslim etme ve bu şekilde tutma yükümlülüğü, yan giderlere katlanma, ayıp ve zapttan sorumluluk, alt kira ve kira ilişkisinin devri, kiralananı sözleşme bitiminden önce iade etme, süre ve fesih, iade, hapis hakkı, kullanma giderlerinden sorumluluk, kira bedeli ve artış uygulamaları gibi TBK hükümleri uygulanmayacaktır. Yine Kanunun 7. Maddesine göre kira sertifikalarına ilişkin sözleşme, taahhüt ve sair işlemleri ilgili mevzuatta şekil kurallarına da tabi olmayacaktır. Yatırımcılar açısından bu sözleşmelerin düzenlenmesi ve şartlarının belirlenmesi aşamalarına katılım söz konusu olmayacağından, anılan düzenlemelerin yatırımcıların menfaatlerini koruma fonksiyonunu icra edemeyebileceği değerlendirilmektedir.

Hazine sukûk işlemlerinde vergi avantajlarına ilave olarak, HMVKŞ ilanlarının Türkiye Ticaret Sicil Gazetesinde ücretsiz yayınlanması, SerPK md 130 hükmünde yer alan kurul kayıt ücretinden istisna tutulması gibi ilave nakdi avantajları bulunmaktadır. Bunların yanında HMVKŞ'nin, TTK ve VUK uyarınca defter tutmaktan muaf olması, kira sertifikalarının kendiliğinden borsa kotuna alınması (BIST 410 nolu genelge) gibi maddi olmayan avantajları da bulunmaktadır (Söyler, 2016: 106-108).

HMVKŞ'nin denetimi Hazine Müsteşarlığının denetimi kapsamında gerçekleşecektir. Buna göre Hazine ve Maliye Bakanlığına bağlı idari birimlerin denetimine ilişkin kurallar HMVKŞ'nin denetimi açısından da geçerli olacaktır. Yine bu şirketler, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği ile Odalar ve Borsalar Kanunu, Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ve Kamu İktisadi Teşebbüsleri Personel Rejiminin Düzenlenmesi ile 233 sayılı Kanun Hükmünde Kararnamenin Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun Hükmünde Kararname hükümlerine tabi olmayacaktır.

4.3. Varlık Kiralama Şirketlerinin Değerlendirilmesi

Buraya kadar TTK, SerPK, KST ve KFBYK hükümleri başta olmak üzere varlık kiralama şirketlerinin, Türk hukukundaki yeri ve statüsü belirlenmeye çalışılmıştır.

Bu bölümde ise mevzuatta kuruluş ve faaliyet sınırları belirlenen bu kurumların yapı ve faaliyetlerine daha yakından bakılacak ve İslami finansın temel ilke ve kuralları açısından bir değerlendirme yapılacaktır. Bu çerçevede anılan kurumun unvanı, tek kişilik anonim şirket olarak kurulması, tüzel kişiliği, hukuki niteliği ve fonksiyonlarına yer verilecektir.

4.3.1. Varlık Kiralama Şirketinin Unvanına İlişkin Değerlendirme

Sukûk ihraç eden şirketlerin "varlık kiralama şirketi" olarak adlandırılması, kanaatimizce TTK sistematiği ve bu şirketlerin faaliyet konuları açısından doğru görünmemektedir. Zira TTK md 43 uyarınca, anonim şirketler, işletme konusunu göstermek kaydıyla unvanlarını serbestçe belirleyebilmektedirler. Dolayısıyla unvanda işletme konusunun gösterilmesi gerekmektedir.

SerPK md 61 hükmünde, KST hükümlerinde, hatta KFBYK'nda sukûk ihraç edecek kuruluş, anonim şirket niteliğinde bir "varlık kiralama şirketi" olarak tanımlanmaktadır. Buna göre kurulan şirketlerin unvanlarında, işletme konusu olarak "varlık kiralama" ismi yazılmış olmaktadır. Oysa KFBYK ve KST hükümlerine göre kira sertifikaları, sadece varlıkların kiralanması şeklinde ihraç edilmemektedir. Yine anılan düzenlemelere göre sadece varlıklar değil, "haklar" da ihraca dayanak olabilmektedir. Bu nedenlerle, sukûk ihraç etmek üzere ihdas edilen kurumların "*varlık kiralama şirketi*" olarak tanımlanması ve unvanlarının bu şekilde seçilmesinin, TTK'nın ticaret unvanına ilişkin düzenlemelerine de işlemlerin esasına da uygun sayılamayağı değerlendirilmektedir.

Nitekim konuya ilişkin kaynaklarda da SerPK md 61 ve KST tahtında yapılan sermaye piyasası ihracı işlemlerinin "kira sertifikası" olarak isimlendirilmesi, kavram olarak yeterli ve amaca uygun bulunmamakta, bunun yerine "sukûk" teriminin kullanılması önerilmektedir (Bafra, 2016: 129). Bu kapsamda bizim de önerimiz, bu şirketlerin ilgili mevzuatta zorunlu tutulan unvanının, her türlü sukûk ihracını kapsayacak ve uluslararası uygulamalara da koşut bir isim olarak belirlenmesidir. Konunun elbette vergi mevzuatını ilgilendiren bir yönü de bulunmakta olup, bu tür bir isim değişikliğinin vergi mevzuatında da yapılması gerektiği açıktır. Bu kapsamda, vergi düzenlemelerinde kira sertifikaları ile kaynak kuruluş, fon kullanıcı ve varlık kiralama şirketlerine sağlanan vergi istisna ya da muafiyetlerine dair hukuki tartışmalara neden olmamak için olası bir isim değişikliğinin, vergi mevzuatında da yapılması gerekecektir.

4.3.2. Varlık Kiralama Şirketinin Nitelik ve Fonksiyonlarına İlişkin Değerlendirme

Bu bölümde varlık kiralama şirketlerinin fon kullanıcı ve yatırımcılarla olan ilişkileri bakımından nitelik ve fonksiyonlarıyla birlikte, anonim şirket olarak yapılandırılmasına dair hukuki değerlendirmeler ele alınacaktır.

4.3.2.1. Genel Nitelikleri Açısından Değerlendirme

Mevzuat hükümlerini incelediğimizde, varlık kiralama şirketlerine ilişkin aşağıdaki tespitleri yapmak mümkün olmaktadır:

a. Bu şirketler sadece kira sertifikası ihracı amacıyla ve anonim şirket şeklinde kurulmaktadır. HMVKŞ'lerin ihraçlar için akdedeceği sözleşmelerin kuruluş ve geçerlilikleri bakımından, mevzuatın ilgili sözleşme için aradığı şekil şartları da aranmamaktadır.

b. Bunlar belirli nitelikleri haiz tüzel kişiler ya da kamu idareleri tarafından kurulabilecektir. Bu şirketlerin yönetim kurulu üyeleri dışında personeli bulunmadığı gibi idarenin kurduğu şirketin herhangi bir idari harcaması da bulunmamaktadır.

c. Şirketlerin kira sertifikası ihracı dışında bir ticari faaliyette bulunmaları yasaklanmıştır. Kurulduktan sonra, kira sertifikası ihraç etmekten imtina etmeleri de mümkün değildir.

d. Şirketlerin herhangi bir yöntemle borçlanmaları ya da kredi kullanmaları yasaklanmıştır.

e. Kira sertifikası ihracına dair işlemlerle ilgili olmayan herhangi bir harcama yapmaları da mümkün olamayacaktır. HMVKŞ'ler ayrıca klasik anonim şirketlerin tabi olduğu pek çok mevzuat hükmü ve vergi yükümlülüğüne tabi olmayıp kira sertifikasının esas amacı olan finansman temini sürecinde ilave maliyetler oluşmaması için olağan şirketlerin tabi olduğu prosedür ve masraflardan da muaf tutulmuştur.

f. Kira sertifikası ihracı işlemleri dışında, kendi adına kayıtlı mal ve haklar üzerindeki tasarruf yetkileri sınırlanmış olup, şirket, kira sertifikası ihracı amacı dışında ya da ihraç ettiği kira sertifikalarını satın alanların menfaatine aykırı tasarruflarda bulunamayacaktır. Ayrıca HMVKŞ'nin tüm malları ve her çeşit varlıkları, tüm mevzuat uygulamaları bakımından devlet malı hükümlerine tabidir.

g. Birden fazla ihraç halinde, her bir tertip ihraçtan kira sertifikası satın alanlar, ihraç kapsamındaki alacakları için kural olarak sadece kendi kira sertifikalarının temsil ettiği dayanak varlıklara müracaat edebileceklerdir.

h. HMVKŞ'ler, ihraç işleminde karşı taraf olarak kamuya ait dayanak varlıkların gerekli nakit akışını temin edebilmesini sağlamaktadır. Bu anlamda şirket, kamuya ait malları kamu mülkiyetinden çıkmadan nakit akışı sağlayabileceği gibi bu mallar üzerinde mevzuat engeline takılmadan sınırlamalar da tesis edebilecektir. HMVKŞ bu niteliği sayesinde esasen bu ihraçların İslam hukuku kurallarına uygunluğun teminine de yardımcı olabileceği ifade edilmektedir (Balibek, 2017: 19).

Bu hükümler ile SPK'nın menkul kıymet ihracına dair diğer düzenlemeleri bir arada değerlendirildiğinde, varlık kiralama şirketlerinin münhasıran sukûk ihracı için kurulan ve başka bir ticari faaliyette bulunmasına izin verilmeyen özel amaçlı kurumlar olduğu ortaya konmaktadır.

4.3.2.2. Kira Sertifikası İhracının Tarafları İle Olan İlişkiler Açısından Değerlendirme

SPK mevzuatı ve KFBYK hükümleri incelendiğinde, varlık kiralama şirketlerinin, kira sertifikası ihracında fon kullanıcı ve yatırımcılarla olan ilişkileri bakımından farklı nitelik ve fonksiyonlar icra ettiği görülmektedir. Aşağıda her bir ilişki bakımından anılan nitelik ve fonksiyonlara yer verilecektir.

a) Fon Kullanıcıları İle Olan İlişkisi Bakımından Değerlendirme

Kira sertifikası ihracında varlık kiralama şirketleri esasen, fon kullanıcıların ihtiyaç duyduğu finansmanın sağlanabilmesi için menkul kıymet ihraç eden bir tür aracı niteliğindedir. Diğer ifadeyle VKŞ, kira sertifikası ihraç ederek yatırımcılardan sermaye temin etmekte ve bu sermayeyi fon kullanıcıya aktararak finansman ihtiyacını karşılamaktadır.

VKŞ aynı zamanda, kira sertifikası ihracının gerçekleşmesi için gerekli usule dair işlemleri de yapmaktadır. Bu anlamda ihraca ilişkin sözleşme ve dokümantasyonların hazırlanması, SPK müracaatının yapılması, ihracın gerçekleşmesi, ihracın dayanağı olan varlık ve haklar üzerinde gerekli hukuki işlemlerin icrası, ihraç tutarının aktarılması ve vade sonunda itfa işlemlerinin yürütülmesi işlemleri VKŞ tarafından gerçekleştirilmektedir.

SPK mevzuatında, VKŞ ile fon kullanıcıları arasındaki ilişkinin hukuki niteliğine dair doğrudan bir düzenleme yer almamaktadır. Ancak KST'nin 3. Maddesinde, "fon kullanıcıları" terimi tanımlanmış ve her bir ihraç türü açısından kimlerin fon kullanıcı olarak adlandırılacağı hükme bağlanmıştır. Bu tanım ve KST'nin ihraca ilişkin özel hükümlerine göre VKŞ, aynı zamanda ihraca ilişkin sözleşmelerde fon kullanıcının karşı tarafı ya da âkidi olarak yer almaktadır. Dolayısıyla VKŞ'nin, kaynak kuruluş ya da fon kullanıcı açısından, finansman temininde hizmet aldığı bir aracı kuruluş olarak değerlendirilmesi mümkün olabilecektir.

İslam hukuku açısından konuya bakıldığında AAOIFI'nin 17 Nolu Standardında özel amaçlı kurum, "İhraç Vekili" olarak adlandırılmakta ve fon kullanıcı ile özel amaçlı kurum arasındaki ilişki ücretli vekâlet olarak nitelenmektedir. Bu ilişkide özel amaçlı kurum, taraflar arasında belirlenen bir ücret karşılığında ihraç işlemlerini yürütmekte ve ihracın gerçekleşmesinden sorumlu olmaktadır (AAOIFI, 2019: 483).

HMVKŞ'ler açısından değerlendirme yapıldığında ise öncelikle bu ihraçlarda fon kullanıcının sadece Hazine ve Maliye Bakanlığı olduğu tespit edilmektedir. Anılan bakanlık aynı zamanda HMVKŞ'nin kurucusu ve tüm paylarının tek sahibi konumundadır. KFBYK md 7/A hükmü uyarınca bu şirket, ilgili bakanlığın yatırımcılardan finansman temin etmesi için kurulan bir "aracı" olarak

nitelenebilecektir. Anılan madde uyarınca HMVKŞ; ilgili bakanlık tarafından kira sertifikası işlemlerini yürütmekle görevlendirilmiş ve yetkilendirilmiş olmaktadır. Bu açıdan HMVKŞ, idarenin kurduğu bir özel hukuk tüzel kişisi olarak kamunun finansman temininde görevli ve yetkili bir aracı olarak faaliyet göstermiş olmaktadır.[12]

KFBYK md 7/A'da yer alan HMVKŞ'nin ihraç dolayısıyla elde edilen hasılatı Bakanlığa aktaracağına ilişkin düzenlemeye istinaden HMVKŞ'nin yedieminlik fonksiyonu icra ettiğine işaret edilmektedir (Çobanoğlu, 2020: 68).

b) Yatırımcılarla İlişkisi Bakımından Değerlendirme

Özel hukuk VKŞ'leri ile yatırımcılar arasındaki ilişkinin birden fazla yönü bulunmaktadır. Öncelikle VKŞ, yatırımcılardan topladığı sermaye ile ihraca dayanak olacak varlık ve hakları bir araya getirmektedir. İhraç süresince bunlar, VKŞ tarafından muhafaza edilmekte, yönetilmekte ve gerektiğinde paraya çevrilmektedir. VKŞ, bu varlık portföyünün paraya çevrilmesinden elde ettiği getirileri de yatırımcılara aktarmaktadır. Bu açıdan VKŞ'nin temel fonksiyonu, varlık portföyünü yönetmek şeklinde karşımıza çıkmaktadır. Buradaki yönetim görevi, ihracın türüne göre, varlık ve hakların mülkiyetini elde tutma, bunları muhafaza etme, vade içinde ya da sonunda kiralama veya satış suretiyle paraya çevirme işlevlerini içermektedir.

VKŞ bu fonksiyonlarını, kira sertifikası yatırımcılarının temsilcisi olarak ifa etmektedir. Konuyla ilgili KST hükümleri incelendiğinde, VKŞ ile yatırımcılar arasındaki ilişkinin KST'nin Eser Sözleşmesine Dayalı Kira Sertifikalarına ilişkin 9. maddesinde zikredildiği görülmektedir. Bu maddede açıkça VKŞ'nin ilgili eser sözleşmesini kendi adına ancak yatırımcılar hesabına akdedeceği ifade edilmektedir. KST'nin diğer ihraç türlerinde bu açıklama yer almasa da tüm ihraçlar bakımından VKŞ'nin, fon kullanıcı ile olan sözleşmeleri kendi adına ve yatırımcılar hesabına gerçekleştirdiğinin kabul edilmesi gerektiğini değerlendirmekteyiz.

VKŞ'nin yatırımcıların temsilcisi olarak hareket ettiği görüşü, konuya ilişkin kaynaklarda da kabul edilmektedir. Buna göre ihracı gerçekleştiren özel amaçlı kurum (varlık kiralama şirketi), kaynak kuruluş ile akdettiği sözleşmelerle, dayanak varlıkları elinde tutmakta ve bunların getirilerini tahsil etmekteyse de bu işlemleri kendi hesabına yapmamakta, diğer ifadeyle varlıkları kendi alacakları

---

12 Anayasa Mahkemesinin GK, E. 2013/72 K. 2013/126, T. 31.10.2013 sayılı kararında yer alan karşı oy yazılarında HMVKŞ'nin ticari anlamda bir şirket değil genel idarenin birimi mahiyetinde ilgili Bakan'ın hiyerarşik yönetiminde olduğuna işaret edilmektedir. Anılan karşı oy yazısında, HMVKŞ'nin özel hukuk alanında mı kaldığı yoksa genel idare içinde mi yer aldığı hususunun KFBYK md 7/A düzenlemesinden anlaşılamadığına ifade edilerek bu durumun denetim ve sorumluluklar açısından boşluklar yaratabileceği ve kamu kaynaklarının kullanımı açısından sakıncalar doğurabileceği kaydedilmektedir.

için elinde tutmamaktadır. Varlık kiralama şirketi, SerPK ve KST'nin kendisine yüklediği yönetim borcunun bir gereği olarak bu işlemleri yapmaktadır. Nitekim SPK düzenlemelerine göre kira sertifikası ihracının yapısında, yatırımcıların menfaati ön plana alınmakta ve VKŞ'nin işlemlerinde yatırımcıların menfaatlerini koruma saikiyle hareket ettiği kabul edilmektedir. VKŞ'nin temel sorumluluğu yönetimdir ve alacağın teminata alınması bu yönetim borcunun kapsamı içinde ele alınmaktadır (Berktaş Yüksel, 2020: 165; Kurtdarcan, 2018: 76, 77). Halaçoğlu (2016)'na göre de varlık kiralama şirketi, sertifika sahiplerinin elbirliği ile malik oldukları dayanak varlık ya da hakları yönetmek ve temsil etmek üzere seçilmiş bir temsilci mahiyetindedir. Nitekim bu nedenle, SerPK ve KST ile varlık kiralama şirketinin, yatırımcıların rızası olmadan dayanak varlık ve haklar üzerinde tasarrufta bulunamayacağı, hatta bunların haciz, rehin gibi işlemlere konu edilemeyeceği düzenlemeleri yer almıştır. Dolayısıyla VKŞ'nin rolü, dayanak varlıkları yatırımcılar adına ve hesabına korumak ve yönetmektedir.

Başka bir değerlendirmeye göre varlık kiralama şirketleri, yatırımcıların vekili sıfatıyla hareket etmekte olup, kaynak kuruluş ile akdedilen sözleşmelerde VKŞ, vekil sıfatıyla hareket etmektedir. VKŞ'lerin anonim şirket olarak kurulmasına dair SPK düzenlemesinin nedeni de kaynak kuruluş ile özel amaçlı kurum arasındaki varlık devirlerinde, fiil ehliyeti açısından kolaylık sağlamaktır (Bafra, 2016: 131, 137; Ulusoy & Ela, 2016: 343).

HMVKŞ'ler açısından ise KFBYK'da konuya ilişkin özel bir düzenleme bulunmamaktadır. Ancak şirketin esas sözleşmesinde HMVKŞ'nin ihraca ilişkin işlemleri kendi namına ve yatırımcılar hesabına ve yararına gerçekleştireceği ifade edilmektedir. Bakanlık tarafından yayınlanan kira sertifikalarına ilişkin yatırımcı kılavuzlarında da HMVKŞ'nin ilgili ihraçtan önce, "dayanak varlıkları kendi namına ve sertifika sahipleri hesabına ve yararına muhafaza edeceğine" dair bildiri düzenleyeceği ifade edilmektedir. Buna göre HMVKŞ'nin, yatırımcıların bir tür dolaylı temsilcisi olarak hareket ettiği söylenebilecektir. Ancak burada ihraca konu varlıklar devlet malı statüsünde olduğu için kira sertifikası sahiplerinin, dolaylı temsil hükümleri çerçevesinde dayanak varlıkları oluşturan taşınmazların kendilerine devrini talep etmelerinin mümkün olamayacağına işaret etmek gerekir.

Nitekim konuya ilişkin olarak, ihraç kapsamında Bakanlığın temerrüde düşmesi halinde yatırımcıların, dayanak varlıkların piyasa satılmalarının mümkün olmayacağı, bu varlıkların sadece Bakanlığa devrine izin verildiği ifade edilmektedir (Çobanoğlu, 2020: 87).

İslam hukukçuları da VKŞ'nin yatırımcılar karşısındaki hukuki statüsünü "vekil" olarak nitelemektedir. Buna göre VKŞ, ticari faaliyetleri sınırlanmış,

nevi şahsına münhasır bir kuruluş olarak, kaynak kuruluş karşısında sertifika sahiplerinin haklarını temsil etmektedir (Bayındır, 2012).

4.3.3. Varlık Kiralama Şirketinin Anonim Ortaklık Olarak Kurulmasına İlişkin Değerlendirme

4.3.3.1. Varlık Kiralama Şirketinin Ortaklık Olarak Tanımlanması Meselesi

Burada öncelikle ortaklık (şirket) terimini tanımlamak gerekecektir. Türk hukukunda ortaklık TBK md 620'de şu şekilde tanımlanmıştır: "*Adi ortaklık sözleşmesi, iki ya da daha fazla kişinin emeklerini ve mallarını ortak bir amaca erişmek üzere birleştirmeyi üstlendikleri sözleşmedir.*" Bu tanımdaki ortak amacın, kâr elde etmek ve bunu ortaklar arasında paylaştırmak olduğu kabul edilmektedir.

İslam hukuku kaynaklarında şirket, birden fazla kişinin emek, sermaye ya da kredi olanaklarını bir araya getirerek ve oluşacak kârı paylaşma konusunda anlaşmalarıyla meydana gelen ortalık şeklinde tanımlanmaktadır (Gözübenli, 2010; Hocaeminefendizade Ali Haydar, Dürer'ül-hükkâm, 2017: 2289). AAOIFI'nin tanımına göre şirket, "iki veya daha fazla kişinin kar elde etmek amacıyla sermayelerini, emeklerini veya zimmetlerindeki yükümlülükleri birleştirmeleridir" (AAOIFI, 2019: 320). Yine AAOIFI, anonim şirketi ise "Ana sermaye tutarı tedavül kabiliyetini haiz birbirine eşit paylara/hisselere bölünmüş şirketlerdir. Bu şirket türünde ortaklardan her birinin şirket borçlarından sorumluluğu sadece ödedikleri sermaye ile sınırlıdır" şeklinde tanımlamaktadır (A.g.e.: 332). Bu anlamda şirket, en az iki kişinin birlikte bir ticari faaliyete girişme ve bu faaliyetin kâr ya da zararını paylaşma amacıyla sözleşme akdetmeleri anlamına gelmektedir. Oysa VKŞ'nin kuruluşunda bu amaç ve unsurlar bulunmamaktadır. VKŞ, zaten yeterince sermayesi olan ancak finansman ihtiyacını sukûk ihracı ile karşılamak isteyen "nitelikleri mevzuatta özel olarak belirlenen" kurumlar ya da Hazine Bakanlığı tarafından kurulmaktadır. Diğer ifadeyle VKŞ kurucuları esasında bir ticari faaliyette bulunup, bundan kâr elde etme amacıyla hareket etmemektedir.

4.3.3.2. Varlık Kiralama Şirketinin Tek Kişi Ortaklık Olarak Kurulması Meselesi

Çalışmamızda bu bölüme yer verilmesinin nedeni, Türkiye uygulamasındaki varlık kiralama şirketlerinin tek kişi anonim ortaklık olarak faaliyette bulunmasıdır. Burada, nitelikleri Kanun ve Tebliğ ile belirlenmiş tek bir tüzel kişinin hisselerinin tamamına sahip olduğu varlık kiralama şirketlerinin, bu özellikleri itibariyle hukuki niteliklerinin belirlenmesi gerekli olacaktır. Zira bu özel amaçlı kurumların, sukûk ihraçları kapsamında, gerek kurucuları ile akdedecekleri sözleşmeler (alım-satım, vekâlet, istisna, ortaklık, kira, hizmet ve sair akitler ile tek taraflı taahhütler) ve gerekse ihraç edilen sertifikaları satın

alan yatırımcılarla ilişkileri, bu kurumların niteliklerinden bağımsız olarak değerlendirilemeyecektir.

Türk hukukunda tek kişilik şirket kurumu 01.07.2012 tarihinde yürürlüğe giren 6102 sayılı TTK ile ortaya çıkmıştır. Bu kurumun ihdas edilmesi ekonomik ihtiyaçların bir sonucu sayılmakta, kurumsallaşmaya ve vakıf işletmeciliğine katkı sağlama potansiyeli olacağı ifade edilmektedir. Tek kişilik ortaklıklar sayesinde, bir kişi aynı anda iki ayrı hukuki kişiliğin sahibi olabilmektedir.

Tek bir kişinin, bir şirketin tüm hisselerini elinde tutmak istemesinin nedeni, şirket malvarlığı ile şahsi malvarlığını ayırmak ve dolayısıyla kendi hak ve borçları ile şirketin hak ve borçlarını ayrı yönetebilmektir. Bu sayede tek bir kişi kendi nam ve hesabına işlemler yaparak, bu işlemlerden kaynaklanan hak ve borçları deruhte ettiği gibi, şirketin organı olarak şirket nam ve hesabına işlemler de yapabilmekte ve bu işlemlerden doğan hak ve borçlar şirkete ait olabilmektedir. Tek ortağın şahsi iflası halinde, şirket varlığı müflis şerikin şahsi varlığından ayrılacak, hatta şirket varlığından şahsi mameleke haksız intikaller olmuşsa, şirket alacaklıları bunların iadesini talep edebilecektir. Tek kişi ortaklıklarının hukuk düzenlerince kabul edilmesinin dört ana etkenden kaynaklandığı tespit edilmektedir. Bunlar; tüzel kişilik kurumunun ve sınırlı sorumluluk ilkesinin kabulü, ekonomik ihtiyaçlar ve gelişmeler dolayısıyla ortaklık kavramı açısından kişi unsurunun önemini kaybetmesi, aynı kapsamda "hâkimiyet ve sorumluluk birlikteliği" teorisinden vazgeçilmesi ve önemli bir gelişme olarak "tüzel kişilik perdesinin kaldırılması" öğretisinin gelişmesi olarak ifade edilmektedir. Tüzel kişilik perdesinin kaldırılması doktrini sayesinde tek kişilik ortaklıkların ortaya çıkarabileceği kötüye kullanmaların önlenebileceği kabul edilmektedir (Ayiter, 1942: 392, 393; Tekinalp, 2011: 24-27). Tek kişi ortaklıklar, varlık kiralama şirketi kurulması açısından önemli bir imkân ortaya çıkarmıştır. Zira bu sayede bir fon kullanıcı, tek başına kuracağı özel amaçlı kurum sayesinde kira sertifikası ihracı yoluyla fon temin edebilmektedir. Tek kişi ortaklık düzenlemelerinin olmadığı zamanlarda kurucular ancak "saman adam" olarak tabir edilen sözde ortaklara küçük hisseler vermek zorunda kalacaklardı ki, tek kişi ortaklığı bu tür farazi şirketlere müracaat zorunluluğunu kaldırmıştır.

4.3.3.3. Varlık Kiralama Şirketinin Ortaklık/Şirket Olarak Nitelenememesi

Bütün bu açıklamalar bir arada değerlendirildiğinde bir şirketten bahsedebilmek için genel olarak kabul edilen unsurlar şu şekilde ifade edilmektedir:

a) Kişi birliği
b) Akit Unsuru

c) Sermaye Unsuru
d) Müşterek bir amaç
e) Affectio Societatis (amacın gerçekleştirilmesine yönelik müşterek çaba). Ayrıca limited ve anonim şirketler için 'tüzel kişilik' ve 'ortakların sınırlı sorumluğu', 'payların devredilebilirliği', 'kurumsal yönetim' ve 'ekonomik mülkiyet (investor ownership/shared ownership by contributors of capital)' unsurları da karşımıza çıkmaktadır.

Bu unsurlar açısında tek kişi ortaklık olarak kurulan VKŞ'lere bakıldığında, öncelikle bir kişi birliğinden söz etmenin mümkün olmadığı görülmektedir. Zira karşımızda tek bir tüzel kişinin kurduğu bir yapı bulunmaktadır. Dolayısıyla ortada bir sözleşme bulunduğu konusu da tartışmalı hale gelmektedir. Müşterek amaç unsuru açısından da, varlık kiralama şirketlerinin kurulma amacı herhangi bir şekilde bu şirketin kazanç elde etmesi, bu anlamda kâr elde ederek ortağına ya da ortaklarına bu kârı paylaştırması değildir. VKŞ tek bir amaç için kurulmaktadır, bu amaç da kira sertifikası ihraç etmektir. Bu ihracın ekonomik olarak faydalananları ise fon kullanıcı ile yatırımcılar olacaktır. Nitekim mevzuat düzenlemeleri, VKŞ'nin başkaca ticari faaliyetlerde bulunmasını da açıkça yasaklamaktadır. Bu kapsamda varlık kiralama şirketlerinde (tek kişilik VKŞ'ler açısından) sözleşme unsuru olmadığı gibi, klasik şirketlerdeki kâr elde etme amacı bulunmamaktadır. Bu şirketlerde amaç, kira sertifikası ihraç ederek, fon kullanıcısı ile sertifika sahipleri arasındaki ilişkilerde temsilci sıfatıyla hareket etmektir.

Buna göre, tek kişi anonim ortaklık olarak faaliyette bulunan varlık kiralama şirketlerinin, klasik anlamda bir şirket/ortaklık olarak tanımlanamayacağı değerlendirilmektedir. Nitekim konuya ilişkin yapılan çalışmalarda tek kişi ortaklığın bir "atipik oluşum" ya da "atipik şirket" olarak nitelenmesi gerektiği ifade edilmektedir (Aydoğan, 2012: 112, 113; Tekinalp, 2011: 27). Yukarıda işaret edildiği üzere İslam hukukçuları da varlık kiralama şirketlerinin nevi şahsına münhasır yapılar olarak nitelenmesi gerektiği görüşündedir. Bu değerlendirmeler gerek özel hukuk varlık kiralama şirketleri gerekse HMVKŞ'ler açısından aynı yönde olup, HMVKŞ'lerin de klasik anlamda bir şirket ya da ortaklık olarak nitelenemeyeceği tespit edilmektedir. Bu noktada HMVKŞ'lerin, TTK'daki şirket kuruluşu ve işleyişine dair hükümlere tabi olmadıkları da nazara alındığında, bu kurumların bir şirket olarak da kabul edilemeyeceği söylenebilecektir.

4.3.4. Varlık Kiralama Şirketinin İslam Hukuku Açısından Değerlendirilmesi

Varlık kiralama şirketlerini mevcut tek kişilik ortaklık yapıları karşısında İslam hukukunun klasik şirket türleri arasında kabul edebilmek de mümkün olmayacaktır. Bu tespiti izah açısından İslam hukukunda ortaklıklarla ilgili hükümlere kısaca bakmakta fayda olacaktır.

4.3.4.1. İslam Hukukunda Şirket Kurumu ve Akit Şirketi

İslam hukukçuları arasında şirketlerin sınıflandırılması konusunda farklı görüşler bulunmaktaysa da, temel olarak üç ana şirket türü olduğu kabul edilmektedir. Yine klasik kaynaklar ile Mecelle'de yer alan şirket sınıflandırmasının da farklı olduğu tespit edilebilmektedir. Mecelle esas alındığında, şirket türlerinin üç ana kategoriye ayrıldığı söylenebilir. Bunlar ibaha, mülk ve akit şirketleridir.

Çalışma konumuz açısından da esas ortaklık türü akit şirketleridir. Akit şirketi, doğal olarak birden fazla kişi arasında icap ve kabulden oluşan bir sözleşme ile kurulacaktır. Mecelle'nin 1329. Maddesine göre

> *[Şirket-i akd, iki veya ziyâde kimseler beyninde sermâye ve] sermâyenin [fâidesi] ve kârı [müşterek olmak üzre akd-i şirketten ibârettir.]. İmdi hem sermâye, hem de fâide müşterek olması şart edildiğinden, yalnız fâide müşterek ve sermâye gayr-i müşterek bulunan mudârebe hâriç kaldığı gibi, ribhi müşterek bulunmayan bidâa dahi târiften hariç kalır. (Tahtâvî) (Hocaeminefendizade Ali Haydar, Dürer'ül hükkâm, 2017: 2289).*

Bu hükümde akit şirketi, iki veya daha fazla kimse arasında, sermaye ve bundan elde edilecek kâr müşterek olmak üzere kurulan ortaklık olarak tanımlanmaktadır.

Akit şirketi türleri konusunda birbirinden farklı görüşler olduğu tespit edilmekteyse de (Gedikli F. , 1998: 43, 44), günümüzde Mecellenin kabul ettiği üçlü ayrım esas alınmaktadır. Bu ayrıma göre akit şirketleri, emvâl şirketi, a'mâl şirketi ve vücûh şirketi olarak üç ana gruba ayrılmaktadır. Ayrıca bu gruplardan her birisi de kendi içinde mufâvada ve inân şirketleri olarak iki alt kategoriye ayrılır. Bu hususu Mecellenin 1332. Maddesinde "[Şirket, gerek] şirket-i [müfâvaza ve gerek] şirket-i [inân olsun ya şirket-i emvâl veya şirket-i a'mâl veyahut şirket-i vücûhdur.]" şeklinde ifade edilmektedir (Hocaeminefendizade Ali Haydar, Dürer'ül hükkâm, 2017: 2294). Mufâvada şirketinin İslam hukuku bakımından anlamı, ortakların şirkete koydukları sermaye, malvarlığı üzerinde tasarruf yetkileri, borç ve sorumluluklar ile kâr paylaşımında tam bir eşitliğe sahip olmalıdır. Burada ortaklar, birbirlerinin vekili oldukları gibi aynı zamanda kefilidirler. Bu tür bir eşitliğe ve kefalete dayalı şirket yapısının uygulamada hayat bulmasının nadir olacağı açıktır. İnân şirketi ise en genel anlamda, mufavada şirketi olarak tanımlanamayacak bütün şirketleri ifade eder. Terim olarak inan şirketi en az iki kişinin bir sermayede veya emekte ortak olmaları ve elde edilecek kârı paylaşma üzerine anlaşmaları olarak tanımlanmaktadır. Görüldüğü üzere bu anlatım aslında tipik şirket tanımıdır. İnan şirketinde ortaklar birbirinin vekilidir, ancak mufavadadan farklı olarak kefili değildir.

Ortaklar sermaye ve kâra eşit katılabilecekleri gibi Hanefilere göre farklı oranlarda katılma hususunda da anlaşabilecekleri ifade edilmektedir (el-Hafîf, 2011: 579, 580). Tekrar ifade etmek gerekirse, tüm şirket türleri mufavada ya da inan esaslarından herhangi birine göre kurulabilmektedir. Mufavada esasına göre kurulan bir şirkette, yukarıda zikredilen eşitlik bozulursa şirket artık inan şirketine dönüşmüş olur.

Emval, a'mal ve vücûh şirket türlerinin ortak özelliği, ortaklar tarafından şirkete konulan sermayenin niteliğinin aynı olmasıdır. Buna göre emval şirketinde, ortakların tamamı nakdi sermaye koyarken, a'mal şirketinde her ortak emeğini ve vücuh şirketinde ise itibarını sermaye olarak koymaktadır. Bilindiği üzere ortakların farklı türden sermaye koyarak oluşturdukları ortaklıklar da bulunmaktadır. Bunlar, taraflardan birinin emek ve diğerinin nakdi sermaye koyarak oluşturdukları mudaraba şirketi, taraflardan birinin arazi diğerinin emeğini sermaye olarak koyduğu müzâraa ya da emek ve bağ/bahçenin sermaye olduğu müsâkat akitleri şeklindedir.

4.3.4.2. Varlık Kiralama Şirketinin Şirket Olarak Nitelenmesine Dair Değerlendirme

Bu kısa açıklamalardan tespit edileceği üzere klasik İslam hukuku kaynaklarında şirket, birden fazla kişi tarafından kurulmakta ve ortaklarından ayrı bir tüzel kişiliği haiz bulunmamaktadır. Dolayısıyla da ortaklar, şirket borçlarından tüm malvarlıklarıyla sorumlu tutulmaktadır. Diğer ifadeyle bu şirketler günümüz hukuk sistemlerindeki ticari şirketler kapsamında yer almamaktadır.

Bütün bu tespitler sonucunda sukûk ihracının özel amaçlı kurumları olarak Türk hukukunda anonim şirket olarak kurulan varlık kiralama şirketlerinin, adı bir "anonim şirket" olmasına rağmen İslam hukukunun klasik şirket sınıfları arasında yer almadığı söylenebilecektir. Varlık kiralama şirketleri sadece yapısı bakımından değil, kuruluş amacı ve icra ettiği fonksiyonlar açısından da bir şirket olarak kabul edilemeyecektir.

4.3.5. Varlık Kiralama Şirketinin Tüzel Kişiliğine İlişkin Değerlendirme

Tek ortaklı varlık kiralama şirketleri yapısının, bir ortaklık ilişkisi olarak kabul edilip edilmemesinden bağımsız olarak, kurucusundan ayrı bir tüzel kişilik olarak kabul edilip edilmemesi de değerlendirme konusu yapılacaktır. Burada tüzel kişilik kurumunun ihdasında amacın ticaretle uğraşan sermaye sahiplerinin, malvarlıklarının tamamı yerine, önceden belirleyip ilan ettikleri bir kısmını ticari faaliyetlerine tahsis etmesi, gerçekleştireceği hukuki işlemlerin ortaya çıkaracağı zararlardan sorumluluğunu sınırlamak istemesi ve bu sınırlama iradesini de ilan etmesi olduğu nazara alınacaktır. Bu kapsamda anılan bu

sermayedar (ya da ortaklıklar) ile ticari faaliyet gerçekleştiren üçüncü kişilerin, faaliyete tahsis edilen sermayenin ve hukuki sorumlulukların sınırlı olduğunu bilerek hareket etmeleri ve bunu da kabul etmelerinde, İslami finansın temel prensipleri açısından bir hukuka aykırılık unsuru olup olmayacağının incelenmesi gereklidir. Temel prensipler açısından, örneğin adalet ilkesine ya da faiz ve garar yasağı gibi emredici kurallara aykırılık ortaya çıkıp çıkmayacağının da değerlendirilmesi gereklidir. Çalışmamız kapsamında bu konular üzerinde durulacaktır. Bu konu elbette tüzel kişilik kurumunu karşımıza çıkarmaktadır.

4.3.5.1. Tüzel Kişilik Kurumu

Tüzel kişilik, belirli bir gayeye ulaşmak için bağımsız bir varlık olarak kurulan ve hukukun hak ve borç edinme yetkisi verdiği mal ya da kişi birliği olarak ifade edilmektedir (Akîpek & Akıntürk, 2004: 524). Konuya ilişkin gerek İslam hukuku kaynaklarına, gerekse Türk hukuku ve yabancı hukuk kaynaklarına bakıldığında, insanlığın ilk çağlardan itibaren, bireyler dışındaki kişi veya mal topluluklarına, kendilerini oluşturan ya da kuran bireylerden farklı bir takım hak ve yükümlülükler tanıma ihtiyacı hissedildiği görülmektedir. Bu kapsamda da anılan kişi ve mal topluluklarına ayrı bir kişilik tanınmaya çalışıldığı tespit edilmektedir (Akîpek & Akıntürk, 2004: 517-519; Çırak, 2001: 31-36). Bu çaba bazen Roma hukukunda olduğu gibi, aslında mal olarak kabul edilen kölelere bir mamelek tahsis edilerek hukuki işlem yapma olanağı verilmesi ya da bazen İslam hukukunda olduğu gibi tamamen malvarlığı değerlerinden oluşan vakıf kurumuna, borçlanma, hak iktisap etme ya da davalarda taraf olma ehliyeti tanınması veya günümüz hukuklarında olduğu gibi kendisini oluşturan kişilerden tamamen bağımsız bir tüzel kişiliği haiz şirketlerin kabulü şeklinde karşımıza çıkabilmektedir. Netice olarak, tüm gelişmiş toplumlarda sosyal ya da ekonomik gereksinimlerin, bireyler dışındaki kurumlara da hak ve fiil ehliyeti tanınmasını zorunlu hale getirdiği tespit edilmektedir.

4.3.5.2. İslam Hukukunda Tüzel Kişilik

İslam hukukunda tüzel kişilik ile ilgili literatür tarandığında klasik dönem hukukçularının tüzel kişilik bahsini ayrı bir başlık ya da konu olarak ele almadıkları, klasik fıkıh kitaplarında bu konuda yeterli bilgi bulunmadığı anlaşılmaktadır. Ancak bu durumun, İslam hukukunun tüzel kişilik kavramını tümüyle reddettiği ve batıl işlemler arasında saydığı anlamına gelmediği de tespit edilmektedir.

Nitekim günümüz İslam hukuku eserlerinde, tüzel kişilik kavramı hakkındaki teorik izahların, klasik kaynaklara atıfla yer aldığı görülmektedir. Bu kapsamda örneğin Peygamber efendimizin Müslümanlardan biri tarafından

düşmana verilen emanın, tüm Müslümanlarca verilmiş sayılmasına dair hadisinin tüzel kişilik kavramına işaret ettiği değerlendirilmektedir. Yine Hz. Ali'nin, Kâbe'ye ait malların beytülmale dâhil olmadığı, bunların sadece Kâbe'ye ait olduğuna dair görüşünün de tüzel kişilik müessesesinin sahabe zamanında uygulama bulduğunu gösterdiği ifade edilmektedir. Ayrıca Mecelle'de yer alan "ecir-i hassın müsteciri bir şahıs olduğu gibi, şahsı vahid hükmünde olan müteaddit şahıslar da olabilir" şeklinde hükümde yer alan birden fazla şahsın, aslında tek bir şahıs gibi addedilebileceğine dair kaydın, tüzel kişiliğe işaret edebileceği kaydedilmektedir (Köse M., 1998: 226, 227). Tüzel kişilik bahsinde karşımıza çıkan iki kavram ise zimmet ve malvarlığıdır. Konuya ilişkin kaynaklarda zimmet ve malvarlığı ile ilgili aşağıdaki tespitler yapılmaktadır:

Zimmet, kişinin hak ve borç sahibi olabilmesini sağlayan bir niteliktir ve bu nitelik "bezm-i elest" olarak bilinen insan ile Allah arasındaki sözleşmedir. Bu mülahazaya göre zimmet vasfının temeli, insan olmaya ve hayatta olmaya dayanmaktadır. İnsan sağ olarak doğduğu anda zimmet başlamış olmaktadır. Malvarlığı ise, kişinin mali hak ve borçlara sahip olabilmesi ya da para ile ölçülebilen hak ve borçları olarak nitelenebilecektir. Bu çerçevede, İslam hukuku kaynaklarında tüzel kişiliğin teorik olarak var olduğunun söylenemeyebileceği ifade edilmektedir. Bu nedenle de yirminci yüzyılın sonlarından itibaren "mali zimmet" kavramının öne çıktığı ve tüzel kişiliğin bu çerçevede ele alınabileceği kaydedilmektedir (Kaya & Hacak, 2013). Köse, M. (1998: 228)'ye göre zimmet, gerçek kişilerle ilişkili bir kavram olarak anlaşılmaktaysa da, insan dışındaki bazı kurumların (devlet, beytülmal, vakıf, mescit gibi) da hak sahibi olup, borç altına girebilecekleri ve bunların gerçek kişilerce temsil ve idare edileceği kabul edilmiştir. Örneğin beytülmalin mirasçı olabilmek suretiyle hak sahibi olması ve fakirlere yardım etmekle yükümlü olması açısından borç altına girebilmesi mümkün sayılmakta, yine mülk sahibi olabileceği veya davalarda taraf olması kabul edilmektedir. Zimmet kavramı da borç altına girme, yükümlülük üstlenme ya da hak sahibi olma anlamlarına geldiğine göre, zimmetin gerçek kişi olmayan kurumlarla da ilişkili olduğunun kabulüne bir engel olmayacaktır. Yazar bu kapsamda, kamu yararı düşüncesiyle gerçek kişilerden ayrı bir varlığı, kişiliği ve zimmeti olduğu kabul edilen kurumlar tanındığına göre, günümüz kamu yararı mülahazaları ile tüzel kişilerin varlığını ve zimmetini kabul etmenin de hukuken mümkün olabileceğine işaret etmektedir. Karaman (2016a: 276)'a göre de, konuyla ilgili aksi görüşte olan hukukçular varsa da, İslam hukuku tüzel kişilik kurumunu yasaklamamakta, asli kaynaklar da dâhil kaynaklarda, bu kurumun varlığına dair deliller bulunabilmektedir. Yazara göre "*Müslümanların kanları yekdiğerine eşittir en aşağıları dahi –diğerleri ve devlet namına- aman verebilir, onlar kendilerinden başkalarına karşı bir el gibidirler*" hadisi uyarınca, bir Müslüman düşmana aman verdiğinde, bu aman

ya da teminat tüm Müslümanlar tarafından verilmiş sayılacaktır. Dolayısıyla burada İslam toplumu tek bir kişi olarak kabul edilmiş olmakta ve toplumun her bir üyesi de bu topluluğu temsil edebilmektedir. Yine bazı hisbe ve hudut cezalarına konu olacak kamusal haklar bakımından, bireyler doğrudan zarar görmese de dava hakkını haiz sayılmaktadır. Burada da tek bir şahıs olarak kabul edilen İslam toplumunu temsilen, tek bir kişinin hukuki işlemi söz konusu olmaktadır. Bunlar ayrı bir hukuki kişiliği haiz tüzel kişilerin kabulüne olanak veren düzenlemeler olarak değerlendirilebilecektir.

Yine, klasik İslam hukuku kurumlarından devlet, beytülmal ve vakfın tüzel kişilik tanımına uygun olduğu değerlendirmesiyle, bu kurumlara ayrı bir kişilik verilmesinin İslam hukukunun tüzel kişilik müessesesini yasaklamadığını gösterdiği ifade edilmektedir (Karaman, 2016a: 276, 277; Çırak, 2001: 40). Bu çerçevede modern İslam hukukçularının tüzel kişilik kurumunu İslam hukukunun temel prensiplerine aykırı görmediği söylenebilecektir. Bu açıdan kanaatimizce, tek kişi anonim ortaklık olarak kurulan varlık kiralama şirketleri, esasen bir şirket/ortaklık olarak nitelenemeyecekse de bu yapıya kurucusundan ayrı bir hukuki kişilik (tüzel kişilik) tanınması İslam hukukunun temel prensiplerine aykırılık oluşturmayacaktır. Dolayısıyla kural olarak varlık kiralama şirketlerinin akitlerin tarafı olması, hak elde edip, borç altına girmesine bir engel olmadığını değerlendirmekteyiz. Buradaki sözleşme, hak ve borçların İslam hukuku kurallarına uygun olarak ortaya çıkıp çıkmadıkları ise ayrı bir değerlendirme konusu olup, her bir akit türüne ilişkin kurallara göre bu değerlendirme yapılabilecektir. Aynı yaklaşımla, varlık kiralama şirketlerinin fiil ehliyetlerinin, mevzuat ya da esas sözleşme ile sınırlanmış olması da kural olarak İslam hukukunun temel ilkeleri ile çelişmemelidir. Nitekim İslami finansın önemli kurumlarından vakıflar incelendiğinde, vakfın kuruluş senedi ile fiil ehliyetine sınırlamalar getirildiği ve bu sınırlamaların geçerli kabul edildiği tespit edilebilmektedir. Şu halde bir tüzel kişinin hak ve fiil ehliyetinin, ilgili tüzel kişinin kuruluş sözleşmesi ile belirlenebileceğinin de kabulünde bir sakınca olmayacaktır. Kuruluş sözleşmesi ile getirilebilen bir sınırlamanın ise kanun koyucu tarafından ekonomik ya da hukuki koruma gerekçeleriyle mevzuat düzenlemeleri getirilmesi evleviyetle geçerli kabul edilmelidir.

Bu değerlendirmeler çerçevesinde VKŞ'lerin, kurucusundan ayrı bir hukuki kişiliğe sahip, münhasıran sukûk ihracı için faaliyet gösterebilen, nevi şahsına münhasır bir özel amaçlı kurum olarak İslami finans ilke ve prensiplerine uygun faaliyetlerde bulunmasına bir engel olmayacağı sonucuna varılabilecektir. Bu kurumlar, sukûk ihracı ve dolayısıyla İslami finans alanında iktisadi ve hukuki açılardan çok önemli fonksiyonlar icra ettiği için bunların klasik bir anonim şirket olarak kabul edilemeyecekse de sukûk ihracı için yetkilendirilen hukuki kişilikler olarak kabul edilmesi mümkün olacaktır.

Beşinci Bölüm
Varlık Kiralama Şirketine İlişkin Sorunlar ve Öneriler (Derinlemesine Mülakat Sonuçları Özelinde)

Bu bölümde varlık kiralama şirketlerinin, kaynak kuruluş ve yatırımcılar karşısındaki sorumlulukları ile kaynak kuruluş/fon kullanıcı ve yatırımcılarla ilişkileri açısından ortaya çıkabilecek potansiyel sorunlar incelenecektir. Yine gerçekleştirdiğimiz derinlemesine mülakatlardan elde edilen sonuçlar da nazara alınarak bahsedilen sorun ve sorumluluklar bağlamında özel amaçlı kurumların bağımsız bir yapıya kavuşturulmasına dair görüş ve değerlendirmelere yer verilecektir. Bölüm içinde derinlemesine mülakatlardan elde edilen sonuçlara yer verilmiş olup mülakatların tamamı çalışmamızın ekinde yer almaktadır.

5.1. Varlık Kiralama Şirketinin Sukûk Sahiplerine Karşı Sorumlulukları

Yukarıda ifade edildiği üzere VKŞ ile sukûk yatırımcıları arasında bir temsil ilişkisi olduğu kabul edilebilecektir. Diğer ifadeyle VKŞ, fon kullanıcı ile ihraca ilişkin sözleşmeleri akdederken, esasen sukûk sahipleri hesabına hareket etmektedir. Bu kapsamda varlık kiralama şirketi ile yatırımcılar arasındaki bu ilişki çerçevesinde VKŞ'nin sorumlulukları, Türk hukuku ve İslam hukukundaki temsil ve vekâlete ilişkin hükümler nazara alınarak incelenecektir. Gerçekleştirdiğimiz mülakatlarda da varlık kiralama şirketlerinin temsilci olarak hareket ettiğine dair genel bir kabulün olduğu tespit edilmiştir.

5.1.1. Türk Hukukunda Varlık Kiralama Şirketinin Temsilci Olarak Sorumlulukları

Türk hukukunda temsil, TBK'nın 40 ila 48. Maddeleri arasında düzenlenmiştir. TBK md 40 hükmüne göre dolaylı ve dolaysız temsil olarak iki tür bulunmaktadır. Temsilci, işlem sırasında bir başkası adına ve hesabına hareket ettiğini karşı tarafa bildirmiş veya karşı taraf bir temsil ilişkisi olduğunu durumdan çıkarabiliyorsa, çıkarması gerekiyorsa ya da işlemi kiminle yaptığının bir önemi yoksa işlemin sonuçları doğrudan temsil edilene ait olacaktır (dolaysız temsil). Aksi durumda ise hukuki sonuçlar temsilciye ait olur (dolaylı temsil).

Temsil yetkisi kamu hukukundan kaynaklanıyorsa, yetkinin içeriği ve derecesi ilgili yasa hükümleriyle belirlenecektir. Temsil yetkisi bir hukuki işlemden kaynaklanmışsa bunun kapsamı ve niteliği anılan hukuki işleme göre tespit edilecektir. Temsil olunan, hukuki işlemle verdiği yetkileri hizmet, vekâlet ve ortaklık sözleşmelerinden doğacak hak ve yükümlülükler saklı kalmak üzere dilediği zaman geri alabilir ya da sınırlayabilir. Bu haktan önceden feragat edilemez. Bir kişi yetkili olmadığı halde, bir başkasını temsilen işlem yapmışsa (yetkisiz temsil), buradaki işlem sadece temsil olunanın işlemi onaylaması halinde geçerli olabilecektir. Temsil olunan işlemi onamazsa ve karşı taraf temsilcinin işlemle ilgili yetkisi olmadığını bilmiyorsa ya da bilmesi gerekmiyorsa, işlemin geçersizliğinden kaynaklanan zarar yetkisiz temsilciden talep edilebilecektir.

Vekâlet müessesesi ise TBK'nın 502-514.üncü maddeleri arasında düzenlenmiştir. TBK md 502 hükmünde vekâlet, "vekilin vekâlet verenin bir işini görmeyi veya işlemini yapmayı üstlendiği sözleşme" olarak tanımlanmaktadır. Türk hukukunda vekil, sözleşmede düzenlenmişse veya teamül varsa ücrete hak kazanmaktadır. TBK düzenlemesinde vekâletin kapsamı sözleşme ile belirlenebileceği gibi bu tür bir belirleme yapılmamışsa yapılacak işin niteliğine göre belirlenmektedir. Bundan maksat, vekâlet sözleşmesinde kapsam belirlenmemişse vekilin, kendisine tevdi edilen işin yapılması için gerekli yetkileri haiz olduğunun kabul edileceğidir. Ancak bu genel yetki mutlak olmayıp, vekâletnamede özel olarak yetkilendirilmemişse vekil, dava açma, sulh olma, hakeme başvurma, iflas ve konkordato talep etme, kambiyo taahhüdünde bulunma bağış, kefil olma ve taşınmaz devri ya da taşınmazları bir hak ile sınırlama işlemlerini yapamayacaktır.

Vekil, müvekkilinin açık talimatına uymak zorundadır. Dolayısıyla kural olarak müvekkilin talimatlarına aykırı davranırsa, müvekkilin bundan doğan zararını karşılamakla yükümlü olacaktır. Bu kuralın istisnası ise vekâlet verenin izninin alınma imkânı olmayan hallerdir. Bu durumda müvekkil durumu bilmesi halinde izin vereceği açık olan durumlarda, vekil talimattan ayrılabilecek ve bundan sorumlu da olmayacaktır. Vekâlet veren, talimat vermeye dair haklarından bu haklar doğmadan önce feragat edemeyecektir.

Vekil kural olarak işi bizzat ifa etmek zorundadır, ancak vekile yetki verilmişse veya durum zorunlu kılıyorsa ya da teamül gereği mümkünse vekil işi başkasına yaptırabilecektir. Bu yükümlülüğün vekâlet akdinde güven unsurunun öneminden kaynaklandığına işaret edilmektedir (Yavuz, 2014: 1162). Bu kapsamda yatırımcıların vekili olarak hareket eden varlık kiralama şirketi, ihraç işlemlerinin doğası ve mevzuat hükümlerinin gereği olarak kaynak kuruluş ya da fon kullanıcıyı vekil tayin edebilecek ya da onların hizmetlerinden yararlanabilecektir.

İşin başkasına yaptırılması çeşitli şekillerde olabilmektedir. Bu anlamda vekil, işin yapılmasını kısmen ya da tamamen yardımcı kişilere bırakabilir. Yavuz (2014: 1162, 1163) yardımcı kişi kullanmanın TBK md 506/I'deki şartlara bağlı olmadığına işaret etmektedir. İkinci bir yöntem, vekilin vekâlet veren adına üçüncü bir kişi ile akdettiği sözleşmeye istinaden vekâletten kaynaklanan borçlarını bu kişiye tevdi etmesidir. Bu işlem ise ancak TBK md 506/I'deki şartlarla mümkün olabilecektir. İkame vekil tayin edildiği durumda, vekâlet ilişkisi doğrudan vekâlet veren ile ikame vekil arasında doğmuş olacaktır. Üçüncü yöntem ise alt vekil tayinidir. Burada vekil, üçüncü bir kişi ile kendi adına bir sözleşmeyle bu üçüncü kişiyi tevkil etmektedir. Dolayısıyla hukuki ilişki de vekil ile alt vekil arasında kurulmaktadır. Ancak TBK md 507/II ve III uyarınca asıl vekâlet veren, kanundan doğan haklarını alt vekile karşı da ileri sürebilecektir. Gümüş (2014: 148, 149)'e göre bu maddedeki işi başkasına yaptırma, diğer ifadeyle ikame kişiye başvurma yetkisi, tevkil yetkisinden farklıdır. Tevkil, esasen alt vekil tayin etme anlamına gelmektedir. Tevkil edilen kişi doğrudan temsil olunanın ad ve hesabına hareket etmek üzere yetkilendirilmektedir. Oysa ikame kişi tayininde vekil, üstlendiği işi ikame kişiye yaptırmaktadır. Alt vekâlet sözleşmesinin geçerliliği de TBK md 506'ya göre belirlenecektir. Vekil yüklendiği işin ifası için TBK md 116 uyarınca ifa yardımcısı da kullanabilir. Ancak ikame kişi de ifa yardımcısı anlamına gelmeyecektir. TBK md 116 uyarınca ifa yardımcısının varlığından bahsedebilmek için bu kişinin vekilin işin ifasına yönelik organizasyonu içinde yer alması gerekir. Tayin edilen kişi ekonomik ve hukuki olarak vekilden bağımsız ise ve ayrıca bu kişi vekâlet verenin menfaatine iş görüyorsa burada ikame kişinin varlığından söz edilebilecektir. Bahse konu bağımsızlık yoksa ya da tayin edilen kişi vekilin menfaatine hareket ediyorsa ifa yardımcısı olarak kabul edilecektir.

İşin başkasına yaptırılması halinde vekil, üçüncü kişiyi seçme ve ona talimat vermede de gerekli özeni göstermelidir. Dolayısıyla vekile, üçüncü kişilere yetki devri yapma izni verilmişse, vekil bu üçüncü kişileri seçerken ve onlara talimat verirken gerekli özeni göstermişse, seçtiği üçüncü kişinin eylem ve işlemlerinden sorumlu olmayacaktır. Ancak yetkili olmadığı halde üçüncü kişiye vekâlet vermişse, bu üçüncü kişinin fiillerinden kendi fiilleri gibi sorumlu olacaktır.

Ancak bu sorumluluk sınırlamasının doktrinde ciddi eleştirilere uğradığı, burada TBK md 116'daki ana kuraldan ayrılmayı gerektirecek bir özellik olmadığı ifade edilmektedir. Bu görüşte olanlara göre vekil, sırf kendi menfaati için ikame kişiye başvurması halinde TBK md 116'ya göre sorumlu olmalı, ancak sadece vekâlet verenin menfaati için başvurmuşsa TBK md 507/II uygulanmalıdır (A.g.e.: 150, 151). Diğer ifadeyle sadece seçimde ve talimat vermede özen

gösterilmesinin yeterli olması ancak vekilin sadece vekâlet verenin menfaati için ikame kişiye müracaatı halinde mümkün olacaktır.

Vekil, işi yaparken sadakat ve özen yükümlülüğü altındadır. TBK md 506/II hükmüne göre vekil, müvekkilin meşru çıkarlarını gözetmek, hizmetlerini özen ve sadakatle yürütmek zorundadır. Buradaki yükümlülüğün sır saklama, gizlilik ve kendisiyle sözleşme yapmaktan kaçınma, aydınlatma ve rekabet etmeme gibi yükümlülükler olduğu kabul edilmektedir. Kira sertifikası ihraçlarında VKŞ'ler, izahname ve sair ihraç bilgilendirme dokümanlarında, ihracın yapısı, akdedilecek sözleşmeler, bu sözleşmelerdeki tarafların hak ve yükümlülükleri gibi hususlara yer vererek aydınlatma yükümlülüğünü yerine getirecektir. Ayrıca SPK düzenlemeleri uyarınca, ihracın riskleri hakkında bilgilendirme yapılacağı gibi KAP üzerinden ihraç süresince önemli gelişmeler hakkında yatırımcılar bilgilendirilecektir. VKŞ'lerin bu bilgilendirmeleri eksiksiz ve zamanında yapmamaları halinde özen yükümlülüğünün ihlal edilmiş olacağı söylenebilecektir. Bu çerçevede kamu sukûk ihraçlarında, Hazine tarafından kamuya açıklanan bilgilendirmelerin dayanak varlıklar ve akdedilen sözleşme şartları konusunda yeterli bilgi içermemesini esasen vekilin özen borcuna aykırılığı olarak değerlendirmek de mümkün olabilecektir.

Bir başka değerlendirmeye göre ise vekilin özen yükümlülüğünden anlaşılması gereken, elde edilmek istenen sonuca ulaşılamamasından değil, bu sonuca ulaşmak için gerekli özenin gösterilmemesinden sorumlu olunmasıdır. Buna göre vekil, işin mahiyetine göre gerekli faaliyetlerde bulunacak, bu sonucu engelleyecek işlem ve eylemlerden imtina edecektir. Bu anlamda vekil, amaca ulaşmak ya da üstlendiği için tamamlamak için gerekli tüm işlemleri yapmak zorunda olup, bu edimini ifa etmesi özen yükümlülüğü açısından yeterli olacaktır (Yavuz, 2014: 1159). Nitekim Yargıtay kararlarında da bu hususa vurgu yapılmaktadır[13]. Buradaki sorumluluk, benzer alanda iş ve hizmet yüklenen basiretli bir vekilin göstermesi gereken davranışlara göre belirlenecektir. Bu düzenleme esasen Türk Ticaret Kanunu'nun 18/II maddesinde tacire yüklenen özen sorumluluğuna benzemektedir.

TBK'nin bu düzenlemesi vekilin özen yükümlülüğünü objektif bir esasa bağlamakta ve ağırlaştırmaktadır. Buna göre özellikle vekilin ilgili işi, bir mesleki faaliyeti çerçevesinde üstlendiği hallerde sorumluluğu bu objektif esasa dayanacak ve ilgili işe dair bütün sonuçları öngörmesi, buna göre işi ayrıntılı planlaması ve dikkatle ifa etmesi gerekecektir. Bu kapsamda vekil, ilgili faaliyet için basiretli

---

13 Yarg.13. H.D. E.2016/5064 K.2017/8070 T.5.7.2017 sayılı karara göre vekilin, kendisine verilen işin sonuca ulaşmasına dair çabasının ya da işlem ve eylemlerinin özenli olmamasının doğuracağı zararlardan sorumluluğu söz konusu olacaksa da kendisine verilen işin beklenen sonuca ulaşmamasından sorumluluğu bulunmayacaktır (Yargıtay 13. Hukuk Dairesi, 2017).

bir vekilin göstermesi beklenen özeni göstermelidir. Vekil işi mesleki bir faaliyet kapsamında üstlenmemişse, ortalama bir vekil gibi özen göstermesi yeterli olacaktır. Nitekim TBK md 506/III hükmüyle de vekilin özen borcu konusunda sadece objektif kıstas esas alınmış olup, vekil ancak benzer alanda iş üstlenen basiretli bir vekilden beklenen özeni göstermezse ve bu nedenle beklenen sonuç elde edilemezse sorumlu tutulabilecektir (Gümüş, 2014: 164; Yavuz, 2014: 1161). Vekilin sorumluluğu açısından VKŞ'lerin göstermesi gereken özen, bu alanda faaliyet gösteren basiretli bir kurumdan beklenen özen şeklinde objektif bir özen borcu olacaktır. Zira VKŞ'ler, sadece kira sertifikası ihracı amacıyla kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır. Bu açıdan da ihraç işlemlerini TBK md 115/III anlamında mesleki faaliyetleri kapsamında gerçekleştirdikleri kabul edilmelidir.

Vekilin sadakat borcu ise vekâlet verenin menfaatlerinin, vekâlet sözleşmesinin amacı kapsamında korunması ve öncelikle gözetilmesi olarak tanımlanmaktadır.[14] Buradaki sadakat yükümlülüğü ve bu kapsamdaki sır saklama borcu, özen borcunun aksine sözleşme süresiyle sınırlı olmayıp, sözleşmenin sona ermesinden sonra da devam etmektedir. Sadakat borcunun işin ifası konusunda bilgilendirme, işin görülmesiyle ilgili tavsiyelerde bulunma ve menfaat çatışmalarını vekâlet verene bildirme hususlarını kapsadığı kabul edilmektedir (Yavuz, 2014: 1169-1171). Vekilin hizmeti karşılığı ücret almasının, sorumluluğunun derecesinin tespitinde dikkate alınıp alınmayacağı konusu doktrinde tartışmalıdır. Bir görüşe göre ivazsız vekâlette sorumluluk ölçüsü TBK md 114/I c.2 ve 3 uyarınca hafifleyecektir. Diğer bir görüş ise vekâletin ivazsız olması, sorumluluğun hafifletilmesini sağlamayacak ancak tazminatın belirlenmesinde indirim sebebi olarak kabul edilebilecektir (Gümüş, 2014: 165). "Vekâlet sözleşmelerinde sorumsuzluk anlaşmaları yapmak mümkün müdür?" sorusuna da TBK md 115 kapsamında farklı cevaplar verilmektedir. Bu konuda hakîm olan görüşün, TBK md 115'teki şartlar dâhilinde sorumsuzluk anlaşması yapılabileceği yönünde olduğu söylenebilecektir. Kanaatimizce sukûk ihracında özel amaçlı kurumların buradaki iş ve işlemleri yukarıda da işaret edildiği üzere uzmanlığı gerektiren bir faaliyet mahiyetindedir. Zira kira sertifikası işlemleri öncelikle sermaye piyasası işlemleri olarak SPK'nın özel düzenlemelerine tabidir. Yine bunlar bir menkul kıymetleştirme işlemi olarak birden fazla sözleşmenin bir araya geldiği karmaşık hukuki ilişkileri içermektedir. İşlemlerin aynı zamanda finansal kayıtlar, bilançolar, nakit akışları ve vergi sorumlulukları

14 Yarg. 1. H.D. E. 2018/3869 K. 2020/6396 T. 1.12.2020 sayılı karara göre vekil, müvekkilin menfaati ile uyumsuz eylem ya da işlemlerinden sorumlu olacaktır. Zira vekil müvekkile zarar verecek iş ve işlemlerden kaçınmak zorundadır. Vekilin buradaki sorumluluğu benzer alandaki işleri yapan basiretli bir vekilin sorumluluğuna göre belirlenmek suretiyle ağırlaştırılmış mahiyettedir (Yargıtay 1. Hukuk Dairesi, 2020).

ya da istisnaları açılarından da incelemesi gerekeceği de aşikârdır. Bütün bu alanlarda hizmet vermenin ise özel uzmanlık gerektireceğini söylemek yanlış olmayacaktır. Ayrıca ve daha da önemlisi, özel amaçlı kurumlar ancak SPK izniyle kurulabilmekte ve ihraca dair işlemleri SPK tarafından verilen izinle yürütülebilmektedir. Dolayısıyla da özel amaçlı kurumlar, TBK md 115/III kapsamındadır; bu nedenle de hafif kusurundan sorumlu olmayacağına ilişkin anlaşmalar da yapamayacaktır. Demek oluyor ki, sukûk ihracına ilişkin olarak VKŞ ile yatırımcılar arasındaki sözleşmelerde VKŞ'nin herhangi bir kusurundan sorumlu olmayacağına dair kayıtlar yer alamayacak, almış olsa dahi bu kayıtlar geçerli sayılmayacaktır.[15]

Vekil, yaptığı işle ilgili aldıklarını müvekkiline vermekle yükümlüdür. Ayrıca TBK md 509 hükmüne göre vekilin kendi adına ve müvekkili hesabına yaptığı işlerden kaynaklanan alacaklar, müvekkilin vekile olan borçlarını ifası anında kendiliğinden müvekkile geçmekte, müvekkil bu alacağını vekilin iflas masasına karşı da ileri sürebilmektedir. Yine müvekkil, vekilin yedindeki taşınır malların iflas masasından ayrılmasını ve kendisine tevdini talep edebilecektir (TBK, 2012: 509/1). Bu anlamda TBK md 509/1 hükmünün, yasal alacak devri mahiyetinde olduğu kabul edilebilecektir.

Anılan hüküm doktrinde dolaylı temsile ilişkin hükümlerden biri olarak kabul edilmektedir. Bu görüşte olanlara göre bu hüküm inançlı işlemlerde uygulanabilecektir. Buna göre TBK md 509 hükmü a) inanılanın, inanç anlaşması konusunu tam hak teorisi uyarınca iktisap ettiği, ancak ekonomik olarak inananın hak sahibi konumunda olduğu inançlı devirlerde ve b) inanç anlaşması konusu eşya ve hakkı bizzat vekâlet verenin vekile verdiği hallerde geçerli olacaktır. Yine TBK md 509/II hükmünün ihtiyati haciz, haciz veya konkordato sözleşmeleri akdedilmesi halinde de uygulanabilecektir. TBK md 509/III ise taşınır eşyanın vekâlet verene geçmesini, alacaklar gibi kanuni bir devir olarak düzenlemek yerine, vekâlet verene tanınan bir ayırma hakkı olarak düzenlemiştir. Taşınır eşyaya kıymetli evrak da dâhildir (Gümüş, 2014: 187-191). Konuya ilişkin diğer bir değerlendirmeye göre ise TBK md 509/I'de düzenlenen alacak hakları, sadece para alacaklarını kapsamamaktadır. Buna göre örneğin bir dolaylı temsilci, üçüncü kişiler ile akdettiği sözleşmeler mucibince taşınmaz mülkiyeti ya da sınırlı ayni hak tesisinin talep gibi alacaklar olması halinde de vekâlet veren, birinci fıkradaki şartı yerine getirerek bu alacakların kendisine intikalini sağlayabilecektir. Diğer ifadeyle bu şartı yerine getiren vekâlet veren, üçüncü kişiye karşı bu haklar açısından doğrudan alacaklı hale gelecektir.

---

15 TBK md 116/III hükmüne göre de uzmanlığı gerektiren bir faaliyeti özel izinle yürütenler, yardımcı kişilerin fiillerinden sorumlu olmayacaklarına dair sorumsuzluk anlaşması yapamayacaktır.

Ancak bu görüş sahipleri, anılan hükmün taşınmaz devirlerine ilişkin işlemlere uygulanamayacağı kanaatindedir. Zira Türk hukukunda taşınmaz üzerinde ayni hak iktisabı tescile tabidir, oysa dolaylı temsil ilişkisinde taşınmaz temsilci adına tescil edilmektedir. Bu nedenle de temsil olunan, temsilci adına yapılan tescil ile taşınmazın mülkiyetini doğrudan kazanamayacaktır. Burada temsil olunan temsilciye karşı taşınmazın kendisine devrini isteme mahiyetinde bir alacak hakkı kazanacaktır. Temsil olunan bu hakkına istinaden dolaylı temsilci aleyhine tescile zorlama davası açabilecektir (Yavuz, 2014: 1223, 1241). Bu görüş kabul edildiğinde sukûk sahiplerinin, ihraca dayanak olan varlıklar üzerinde dolaylı temsilci adına tesis edilen mülkiyetin ya da diğer hak ve alacakların kendi adına devrini talep hakkına sahip olacağı sonucuna varılacaktır.

Bir kişi aynı iş için birden fazla vekil tayin edebileceği gibi, birden fazla kişinin aynı vekili yetkili tayin etmesi de mümkündür. Birden fazla kişi aynı vekili tayin etmişse, bu vekile karşı müteselsilen sorumlu olacaklardır (TBK, 2012: 511). Buradaki sorumluluk ise TBK md 510 hükmünde, vekilin vekâletin gereği gibi ifası için yaptığı masrafların ödenmesi ve vekili yüklendiği borçlardan kurtarmak şeklinde ifade edilmektedir.

Yine doktrinde çoğunluğun kabul ettiği üzere birlikte vekâlet verenlerin, vekilden olan alacakları arasında kanuni teselsül karinesi söz konusu olmayacaktır. Buna göre bu alacaklar bölünebiliyorsa, her bir vekâlet veren ancak kendi alacağını talep edebilecektir. Vekilin hesap verme borcu gibi bölünemeyen yükümlülükleri açısından ise her bir vekâlet veren tek başına ifa talep edebilecek ancak vekil ifayı tüm vekâlet verenlere yapacaktır (A.g.e.: 1183). Sukûk ihraçlarında, ihraca katılan yatırımcıların hep birlikte varlık kiralama şirketine temsil yetkisi verdiği varsayıldığında, yatırımcıların her birinin tek başına varlık kiralama şirketine müracaat hakkı olacağı da kabul edilebilecektir.

5.1.2. Türk Hukukunda Varlık Kiralama Şirketinin Sorumluluğuna İlişkin Değerlendirme

Yukarıda özetlenen teorik değerlendirme ve Yargıtay içtihatlarına göre varlık kiralama şirketlerinin, yatırımcıların vekili ya da temsilcisi sıfatıyla gerçekleştirdikleri tüm eylem ve işlemler hakkında aşağıdaki değerlendirmeler yapılabilecektir.

VKŞ'ler, ihraç kapsamında fon kullanıcı ya da kaynak kuruluş ile gerçekleştirdiği işlemlerde ya da akdettiği sözleşmelerde, kendi adına ve yatırımcılar hesabına hareket etmektedir. VKŞ ve kaynak kuruluş, bu işlem ya da sözleşmelerden asıl menfaat sağlayacak olan tarafın VKŞ değil, yatırımcılar olacağını bilmekte ve buna göre hareket etmektedir.

TBK hükümleri açısından, temsil yetkisi ya da vekâlet veren sıfatıyla yatırımcıların VKŞ'ye talimat vermesi mümkünse de uygulamada özellikle çok sayıda yatırımcının bulunduğu ihraçlarda (örneğin halka arz işlemlerinde ya da çok sayıda nitelikli yatırımcının katıldığı ihraçlarda), bu yatırımcıların bir araya gelip VKŞ'ye talimat vermeleri söz konusu olmamaktadır. Ayrıca VKŞ'nin ihraç kapsamında yapması gereken işlemler SPK mevzuatı ile düzenlendiğinden, VKŞ'nin yatırımcılardan sürekli talimat almasına gerek olmadığı kabul edilebilecektir. Bu noktada, özellikle fon kullanıcının ödemelerini aksatması ya da temerrüde düşmesi, dayanak varlık ve hakların bir zarara maruz kalma ihtimali gibi durumlarda, yatırımcıların bir araya gelerek VKŞ'nin yapacağı işlemleri belirlemesi ya da onaylaması şeklinde bir mekanizma kurulmasının uygun olacağını değerlendirmekteyiz.

VKŞ, kira sertifikası ihraç sürecinin doğal bir sonucu ve SPK mevzuatının bir gerekliliği olarak, kaynak kuruluş ya da fon kullanıcıyı temsilci veya vekil tayin etmektedir. Bu temsil yetkisi ya da vekâlet uyarınca kaynak kuruluş/fon kullanıcı, dayanak varlık ya da hakların yönetimi, bunların yatırımcılara ödenecek getirileri elde edebilecek ticari ya da finansal işlemlere konu edilmesi ve elde edilecek getirilerin tahsili gibi iş ve işlemleri yürütmektedir. Bu ilişkide vekil tayin edilen kaynak kuruluş ya da fon kullanıcı, TBK md 116'da bahsedilen yardımcı kişi olarak değerlendirilemeyecektir.

VKŞ'nin yatırımcılara karşı özen ve sadakat yükümlülüğü bulunmaktadır. Bu çerçevede VKŞ, ihraç sürecinin tamamında, öncelikle yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunmasına çalışmalı, yatırımcıların menfaatlerini haleldar edecek iş ve işlemlerden kaçınmalıdır. Buna göre ihraç öncesinde fon kullanıcı ve dayanak varlıklar hakkında yatırımcılara tam ve doğru bilgi sağlanması, ihraç süresince de bu bilgilerde meydana gelecek değişiklikler ya da yatırımcıları etkileyebilecek gelişmelerin zamanında ilgililere bildirilmesinden VKŞ sorumlu olacaktır. Yine VKŞ, yatırımcıların zararına neden olabilecek iş ve işlemleri kendi nam ve hesabına da gerçekleştirmemelidir.

Ancak VKŞ'nin buradaki özen sorumluluğu, kira sertifikası ihracı sonunda yatırımcıların mutlaka bekledikleri getirileri elde etmeleri ya da dayanak varlık ve hakların mutlaka getiri sağlayacağı ya da nakde dönüştürüleceği şeklinde bir garanti sorumluluğu anlamına gelmemektedir. Zira yukarıda işaret edildiği üzere vekilin sorumluluğu, işlemden beklenen sonucun mutlaka gerçekleşmesi değil, bu sonucun gerçekleşmesi için vekilin, kendisinden beklenen özeni göstermiş olması anlamına gelmektedir.

VKŞ'nin, kaynak kuruluş, fon kullanıcı ya da dayanak varlık ve haklarla ilgili bilgilendirme yükümlülüğünün, aslında ilgili kuruluş ya da varlıkların resmi olarak kaydedilmiş verilerinin, SPK mevzuatı uyarınca KAP gibi platformlardan

ilan edilmesi ile sınırlı olacağı kanaatindeyiz. Diğer ifadeyle VKŞ, sınırlı bir hukuki ehliyetle ve sınırlı faaliyetlerin gerçekleştirilmesi için kurulduğundan, kaynak kuruluş, fon kullanıcı ya da dayanak varlık ve haklarla ilgili verileri, ancak üçüncü kişilerden temin edebilecektir. Örneğin kaynak kuruluşun hukuki statüsü, finansal durumu ve kredi notu hakkında değerleme ve derecelendirme kuruluşları ile uzman danışmanlardan rapor alarak bilgi sahibi olunabilecektir. Yine dayanak varlıkların hukuki ve fiili durumları hakkında da yetkili değerlendirme kuruluşlarının raporları esas alınabilecektir. Şu halde VKŞ, bahse konu hizmetleri alacağı üçüncü kişilerin seçimi ve bunlara talimat verilmesi süreçlerinde kendisinden beklenen özenle hareket etmiş ve bunlardan aldığı bilgileri de zamanında ve eksiksiz olarak yatırımcılara aktarmışsa özen borcunu yerine getirmiş sayılabilecektir. Bu halde kaynak kuruluş ya da fon kullanıcının bahse konu bilgileri eksik ya da hatalı sunmuş olmasından, bu eksiklikte herhangi bir kusuru yoksa VKŞ'nin sorumlu tutulmasının mümkün olmaması gerektiği kanaatindeyiz.

Bu noktada VKŞ'nin, anılan bilgileri temin için hizmet aldığı üçüncü kişilerin hatalı ya da eksik bilgiler vermesi halinde, VKŞ'nin sorumluluğuna gidilip gidilemeyeceğine, bahse konu üçüncü kişilerin VKŞ ile ilişkisine göre cevap vermek gerekir. Bu kişiler TBK md 116 anlamında ifa yardımcısı olarak kabul edilebilecekse VKŞ, bunların hata ya da kusurlarından sorumlu tutulacaktır. Buna dair sorumsuzluk anlaşmaları da TBK md 116/III uyarınca geçersiz olacaktır. Bunlar ifa yardımcısı sayılmayacaksa VKŞ, TBK md 507/II uyarınca seçim ve talimat vermedeki kusur ya da ihmalinden sorumlu tutulabilecektir. Ancak VKŞ'nin sorumsuzluk iddia edebilmesi için hafif de olsa hiçbir kusurunun bulunmaması gerekir. Zira TBK md 115/III uyarınca VKŞ, hafif kusurundan sorumlu olmayacağına dair sözleşmeler de akdedemeyecektir. Burada VKŞ'nin kanunla ve imtiyazla kurulan bir şirket olduğu nazara alındığında, sorumluluğunun ağırlaştırılmış bir özen borcu şeklinde tezahür edeceği gözden kaçırılmamalıdır. Bu anlamda VKŞ, basiretli bir tacir gibi hareket etmekle yükümlü olup, en hafif kusurundan da sorumlu olacaktır. Yine bu kapsamda VKŞ'nin, yatırımcılarla arasındaki sözleşmelere yazılacak sorumsuzluk kayıtları da geçersiz sayılacaktır. Dolayısıyla VKŞ'nin, yatırımcılara aktaracağı bilgileri temin sürecinde, görevlendireceği kişi ya da kurumların seçiminde ve bunlara verilecek talimatlarda azami özen göstermesi gerekeceği sonucuna ulaşılmaktadır.

Benzer şekilde, vekâlet kapsamında VKŞ, dayanak varlık ve hakların KST hükümlerine uygun olarak raporlanması, korunması ve muhafazasından sorumlu olacaktır. Ancak dayanak varlık ya da hakların muhafaza, bakım ya da onarımları ile hasar ve ziya risklerine karşı sigortalanması gibi hususlar kaynak kuruluş ve fon kullanıcı ile akdedilecek sözleşmelerde düzenlenecektir.

Zira bu varlık ya da hakların, ihraçtan beklenen getirileri sağlayabilmesi için finansal ve hukuki işlemlere konu edilmesi, zilyetliklerinin fon kullanıcı ya da üçüncü kişilere bırakılması gerekecektir. Nitekim KST md 13/3 hükmü de bu hususa işaret etmektedir.[16] Dolayısıyla VKŞ'nin buradaki sorumluluğunun, ihraca konu sözleşmelerde bu varlık ve hakların muhafaza, bakım, onarım ve sigortalanması gibi konuların, ilgili sözleşmelerde yatırımcıları zarara uğratmayacak şekilde düzenlenmesi olarak anlaşılması gerekir. Yine dayanak varlık ve haklardan elde edilecek getirilerin ya da alacakların tahsili konusunda VKŞ'nin temel sorumluluğu, fon kullanıcının yaptığı ödemelerin yatırımcılara aktarılması olarak anlaşılmalıdır. Yoksa fon kullanıcının, dayanak varlık ve haklarla ilgili olarak üçüncü kişilerle akdettiği sözleşmelerden kaynaklanan alacakların tahsil edilmemesinden VKŞ'nin sorumluluğu söz konusu olmamalıdır. Zira VKŞ, bahse konu ilişkilere taraf değildir ve ilgili kişilerin ya da fon kullanıcının akde aykırılığı, VKŞ'nin vekâletten kaynaklanan özen borcu kapsamında sorumluluğunu ortaya çıkarmayacaktır. Ancak bu tür bir ihlal halinde VKŞ'nin, SerPK ve KST hükümlerine göre dayanak varlık ve haklara ya da diğer teminatlara müracaat ederek yatırımcıların alacaklarının tahsili yoluna gitmesi gerekir. Yukarıda işaret edildiği üzere burada VKŞ'nin sorumsuzluğunun sınırı, azami özen borcu kıstası olacaktır.

Dayanak varlık ya da hakların eksiksiz raporlanması da VKŞ'nin özen borcu kapsamında değerlendirilmelidir. Bilindiği üzere, KST md 13/1 hükmüne göre her bir tertip kira sertifikası ihracına konu varlık ve haklar ile bunlardan elde edilecek gelirler ile katlanılacak giderler, ilgili kira sertifikası bazında VKŞ'nin muhasebe kayıtlarında ayrı ayrı izlenmek zorundadır. Şu halde VKŞ'nin, ihraç süresince bahse konu varlık ve haklarla ilgili muhasebe kayıtlarını ve raporlamalarını mevzuat hükümlerine uygun yapmaması, özen borcuna aykırılık kapsamında sorumluluğuna yol açabilecektir. İhracın her aşamasında, her bir kira sertifikası ihracına konu varlık ya da hakların neler olduğu, olası bir ihtilafta herhangi bir tereddüde meydan vermeyecek şekilde VKŞ kayıtlarında yer almalıdır.

Varlık ya da hakların kaynak kuruluşun bilançosunda ve fiili kontrolünde kaldığı ihraçlarda, bunların amaç dışı kullanılmalarının (üçüncü kişilere devir ya da bunların kontrolüne bırakma, başka alacaklar için teminat gösterme gibi) önlenmesi, sigortalarının, bakım ve onarımlarının zamanında yapılması gibi hususlarda, varlık kiralama şirketinin kontrol sorumluluğu hususunun değerlendirilmesi gerekecektir. Bu konuda kanaatimizce, VKŞ'nin sorumluluğu,

16 KST md 13/3 Kira sertifikası ihraçlarının ve ihraca dayanak oluşturan işlemlerin gerçekleştirilebilmesi için VKŞ'nin fon kullanıcıları ile gerekli sözleşmeleri yapması zorunludur.

burada bahsedilen konulara, kaynak kuruluş veya fon kullanıcı ile akdedeceği sözleşmelerde yer vermesinden, sözleşme hükümlerinin yatırımcıları zarara uğratmayacak şekilde düzenlenmesinden ve bu sözleşmelerin uygulanmasını takip ederek, olası ihlallere karşı SerPK ve KST ile düzenlenen yetkilerini kullanmasından ibaret sayılmalıdır. Diğer ifadeyle VKŞ, ilgili sözleşmelerde yatırımcıların korunmasını sağlayacak düzenlemelere yer vermeli ve ihraç süresince fon kullanıcı ya da kaynak kuruluşun bu hükümleri ihlali halinde anılan sözleşmeler ve mevzuattaki hak ve yetkilerini zamanında kullanarak ihlalin ya da bundan kaynaklanacak zararın giderilmesi için gerekli işlemleri yapmalıdır. Ancak sözleşmenin diğer tarafı olan kaynak kuruluş ya da fon kullanıcının, buradaki edimlerini ifa etmemesi ya da sözleşmeyi ihlal etmesinden kural olarak varlık kiralama şirketi sorumlu tutulamayacaktır. Böyle bir durumda varlık kiralama şirketi, ilgili sözleşme ve bu sözleşmeye uygulanacak yasa hükümleri çerçevesinde, ihlalin önlenmesi ve yatırımcıların haklarının korunması için gerekli işlemleri tesis edecektir. Elbette bahse konu ihlale VKŞ neden olmuş veya VKŞ buna göz yummuşsa ya da kendi üzerine düşen önlemleri almamışsa özen borcu ihlal edilmiş olacaktır. Diğer ifadeyle VKŞ'nin sorumluluğu ancak bahse konu ihlalde bir kusuru söz konusu olursa gündeme gelebilecektir. Zira yukarıda ifade edildiği üzere vekilin sorumluluğu, işlemin amacının elde edilmesini garanti etmek değil, bu amaca ulaşmak için gerekli işlemleri yapmaktır. VKŞ'ler sadece ihraç için hukuki işlem ehliyeti sınırlı olarak kurulabilmektedir. VKŞ ihracın amacı olan getirilerin elde edilmesi için benzer işleri yapan özel amaçlı kurumların göstermesi gereken özen kapsamında sorumlu tutulabilecektir. Bu kapsamda VKŞ, gerekli sözleşmeleri akdetmiş, bu sözleşmelerin ihlaline karşı mevzuatın olanak verdiği önlemleri almış ve yatırımcıların menfaatlerinin korunması için SerPK ve KST tahtında işlemleri tesis etmişse bu sözleşmelerin diğer tarafça ihlal edilmesinde de bir kusur ya da ihmali yoksa bahse konu ihlalden sorumlu tutulamayacaktır.

Vekâlet veya dolaylı temsil hükümleri açısından da kira sertifikası sahipleri, VKŞ'nin iktisap ettiği hak ve alacaklar üzerinde hukuken korunan bir hakka sahip kabul edilmelidir. Burada TBK md 509'un tüm hak ve alacakları kapsadığı kabul edilirse, sertifika sahipleri, ihraç tutarını ödemekle bu hak ve alacakların doğrudan sahibi olacak; anılan hükmün sadece para alacaklarını kapsadığı kabul edilirse sertifika sahipleri bu kez taşınır ve taşınmaz malların kendilerine devrinin talep hakkı sahibi sayılacaktır. SerPK md 61/3 hükmünde, varlık kiralama şirketince sahip olunduğuna işaret edilen varlık ve hakların, vekâlet veya dolaylı temsil hükümleri çerçevesinde yatırımcılara ait sayılmasının ya da yatırımcılara devredilmesinin talep edilmesinin önünde bir engel bulunmamaktadır. Kanaatimizce kira sertifikalarının ayrı bir menkul kıymet olarak ihdas

edilmesinin ana amacı İslami finans ilkelerine uygun bir finansal ürün ortaya çıkarmak olduğu için de bu sonuca ulaşmamız mümkün olmalıdır. Elbette bu konudaki teorik tartışmaları önleyebilmek için mevzuatta ilave düzenlemeler yapılması da önerilebilecektir. Ancak işaret edildiği üzere mevcut düzenlemeler açısından da yatırımcıların bunlar üzerinde hukuken geçerli talep hakları olduğunun kabul edilmesi kanaatimizce mümkün bulunmaktadır.

5.1.3. İslam Hukuku Açısından Temsil/Vekâlet Değerlendirmesi

İslam hukukunda vekâlet akdi, temsil müessesesi içinde ele alınmaktadır. İslam hukukunda temsil (vekâlet), esas olarak doğrudan temsil şeklinde düzenlenmekte ve habercilik ve aracılık (risâlet) kurumlarından da ayrılmaktadır. Bu ayrım Mecelle'de 1449 ve 1450. maddelerde açık bir şekilde görülebilmektedir (Hocaeminefendizade Ali Haydar, Dürer'ül hükkâm, 2017: 2440).

İslam hukukunda temsilin kaynakları, günümüz Türk hukukunda olduğu gibi kanun, mahkeme kararı ve akit olarak kabul edilmektedir. Özetle, temsil yetkisi bir kanuna (İslam hukukunun emredici kurallarına ya da bunlardan elde edilen hukuk kaidelerine), bir mahkeme kararına ya da taraflar arasında akdedilecek bir sözleşmeye dayanabilmektedir. Şayet ilgili tasarruftan önce temsil olunan ile temsilci arasında bir sözleşme akdedilmişse, bu sözleşme "vekâlet" sözleşmesi olacaktır. Vekâlet sözleşmesi, en az iki kişi arasında karşılıklı ve birbirine uygun iradelerin birleşmesi ile kurulmaktadır (Mecelle md 1451). Vekil, bu sözleşme ile kendisine tevdi edilen bir işi yapma borcu üstlenmektedir. Vekilin işlem yetkisi, müvekkilin bu konudaki iradesine tabi olup, vekil kendisine tanınan yetki sınırları içerisinde hareket etmekle yükümlüdür. Müvekkil, vekile vereceği yetkileri konu, zaman, kişi, yer ve sair kıstaslara göre sınırlandırabilir ya da sınırlı olmayan bir yetkilendirme de yapabilir. Vekâlet verenin bu sözleşmeye taraf olabilmesi için, vekâlet konusu işi bizzat yapma ehliyetine, hak ve yetkisine sahip olması zorunludur. Bir kimse, bizzat yapamayacağı bir iş için bir başkasını vekil tayin ederek, işi vekile yaptıramayacaktır (Aybakan, 2013; Hocaeminefendizade Ali Haydar, Dürer'ül hükkâm, 2017: 2440-2451; Karaman, 2016b: 322-325;). Örneğin, nitelikli yatırımcılara satılabilecek olan bir kira sertifikasını, mevzuatın nitelikli yatırımcı olmak için aradığı şartları haiz olmadığı için satın alamayacak olan bir kimse, nitelikli yatırımcı sıfatını haiz olan bir başkasını vekil tayin ederek, bu kira sertifikalarını vekili aracılığıyla da satın alamayacaktır. Ancak bunun aksi mümkün olup, vekil nitelikli yatırımcı olmasa da, nitelikli yatırımcı niteliğini haiz yatırımcıya vekâleten, kira sertifikası satın alabilecektir. Sukûk ihraçlarında esas alınan sözleşme türleri olan alım, satım, kira, ortaklık, istisna` gibi sözleşmeler nitelikleri itibariyle vekâleten kurulabilecek olan sözleşmelerdir.

Kira sertifikası ihraçlarında yatırımcıların vekili sıfatıyla hareket eden VKŞ'nin, buradaki temsil yetkisine istinaden hangi işlemleri yapabileceği aslında mevzuat hükümleriyle belirlenmiştir. Bu açıdan varlık kiralama şirketinin temsil yetkisinin sınırları bir anlamda mevzuat düzenlemeleriyle çizilmektedir. SerPK ve KST hükümleri bu açıdan incelendiğinde, kanaatimizce VKŞ'nin, yatırımcılar hesabına akdedeceği sözleşmeler ve gerçekleştireceği hukuki işlemler, İslam hukukunda vekile tanınan yetkileri ihlal eder bir mahiyette sayılmayacaktır.

İslam hukukunda vekil, karşı taraf ile sözleşme akdederken, müvekkili adına hareket ettiğini bildirmemiş olsa da, diğer ifadeyle işlemi kendi adına yapsa da, bu sözleşmenin hukuki sonuçları müvekkil adına doğmaktadır. Zira vekil bu işlemde müvekkilini temsilen hareket etmekte, örneğin bir satım akdinde, müvekkilinin malik olması amacıyla hareket etmektedir. Vekâletin bu amacının gerçekleşmesi için de akdin hükmünün müvekkil nezdinde doğduğunu kabul etmek gerekecektir. Bu anlamda İslam hukukunda asıl olan doğrudan temsildir. Ancak bu noktada karşımıza, akdin hükmü ile hukukunun birbirinden ayrılması konusu çıkmaktadır. Bu ayrımın esası kaynaklarda aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir:

Akdedilen sözleşme tipinin temel işlevi ya da akitle ulaşılmak istenen sonuç, akdin hükmüdür. Örneğin satış sözleşmesinde temel işlev, satılan malın mülkiyetinin alıcıya intikali olduğuna göre, bu sözleşmenin hükmü mülkiyetin naklidir. Akdin hukuku ise bu işlevin gerçekleştirilmesi için ifası gereken eylemler, diğer ifadeyle bu sonucu gerçekleştirmeye yönelik hak ve borçlar olarak kabul edilmektedir. Örneğimizde semenin ödenmesi, malın teslim alınması gibi eylemler akdin hukukunu teşkil etmektedir. Buna göre akdin hükmü, müvekkil nezdinde doğmaktadır. Örneğin alım satım akdinde mülkiyet doğrudan müvekkile intikal etmektedir. Ancak akdin hukuku bakımından görüş ayrılıkları bulunduğu ifade edilmekte olup, konuya ilişkin kaynaklara göre Hanefi hukukçular akdin hukuku bakımından karşı tarafın muhatabının müvekkil değil, vekil olduğu kanaatindedir. Örneğin bir satım akdinde, semeni talep yetkisi yalnızca satıcının vekiline aittir. Aynı işlemi alıcı adına vekili yapmışsa mal bedelini ödeme borçlusu da alıcının vekilidir; satıcı asilden ödeme talep edemeyecektir. Vekil burada, müvekkilinden satış bedelini almamış olsa bile satıcıya ödemekle yükümlü olacaktır. Benzer durum satım akdinde mala ilişkin haklar bakımından da karşımıza çıkmaktadır. Örneğin alıcının vekili, satıcıdan malı aldıktan sonra bunu müvekkiline teslim edinceye kadar mal elinde emanet hükmünde kalacaktır. Emanet hükümlerine göre de, mal kusuru olmadan zayi olursa vekil bundan sorumlu olmayacaktır (Mecelle md 1463-1464). Hatta vekil, müvekkili satış bedelini ödemezse, mal üzerinde hapis hakkını kullanabilecektir. Vekilin satıcı adına hareket etmesi halinde de, tahsil ettiği satış bedeli elinde emanet

hükmünde olacaktır. Vekil satıcıya yaptığı ödemeler için elbette müvekkiline rücu edebilecektir (Mecelle md 1491-1492). Akdin hukukunun vekil açısından bağlayıcı olmasının temel amacının akdin karşı tarafının zarara uğramasının önlenmesi olduğuna işaret edilmektedir. Zira vekâlet ilişkisinde akdin karşı tarafı, bu akdin vekâleten kurulduğunu, muhatabının kendi adına değil, bir üçüncü kişi adına kurulduğunu bilmeyebilecektir. Elbette vekil, bu işlemleri müvekkili adına yaptığını açıklamışsa artık akdin hukuku da müvekkil için bağlayıcı hale gelecektir. Yukarıdaki özetin Hanefi hukukçularının görüşünü yansıtmakta olduğu, Şafiî, Hanbelî ve Malikîler'e göre akdin hükmünde olduğu gibi hukukunun da müvekkile ait sayıldığı, müvekkil ayrıca izin vermemişse vekilin malı teslim alma, bedeli ödeme gibi yetkileri olmadığı kabul edilmektedir. Kaynaklara göre Şafiî ve Malikî'ler karşı tarafın, müvekkil ile birlikte vekile de müracaat edebileceğini kabul ederek, karşı tarafın korunmasını sağlamış olmaktadırlar. Vekilin, kendi adına asaleten ve müvekkili adına vekâleten kendisiyle işlem yapması, İslam hukukçuları tarafından meşru görülmediği gibi; bir kimsenin birden fazla kişinin vekili olarak bu kişiler arasında bir sözleşme akdetmesi de çoğunluk tarafından meşru görülmemektedir. (Aybakan, 2013; Karaman, 2016b: 321-340).

Bu açıklamalar çerçevesinde VKŞ'nin, yatırımcıların vekili olarak kaynak kuruluş ya da fon kullanıcı ile akdettiği sözleşmeler ile iktisap edeceği hak ya da alacakların doğrudan temsil hükümlerine göre yatırımcıları ait sayılması mümkün olacaktır. Diğer ifadeyle ihraca dayanak varlık ve haklar, VKŞ ile fon kullanıcı ya da kaynak kuruluş arasında İslam hukukunun kabul ettiği şekillere uygun sözleşmelere konu edilirse yatırımcılar bu varlık ve haklar üzerinde mülkiyet de dâhil işlemde amaçlanan talep haklarını kazanabileceklerdir. Yukarıda işaret edilen akdin hükmü ile hukuku arasında fark olduğunu kabul eden görüşler de bu sonucu değiştirmeyecektir. Zira bu görüşe göre de ilgili sözleşme ile amaçlanan hukuki sonuç gerçekleşmekte ve müvekkil sıfatıyla yatırımcılar ilgili varlık ya da hakkı iktisap etmiş olmaktadır. Kanaatimizce akdin hukukunun vekile ait olacağı görüşü esasen sukûk ihraçlarının doğasına aykırı da olmayacaktır. Zira sukûk ihraçlarında zaten VKŞ'den beklenen, ilgili sözleşmenin ifası için gerekli eylem ya da işlemleri de gerçekleştirmesidir. Bu anlamda yukarıdaki örneklerden hareketle bir satım akdinde bedelin ödenmesi ya da malın teslimi gibi işlemler zaten varlık kiralama şirketi tarafından gerçekleştirilmektedir.

5.2. Kaynak Kuruluş İle Varlık Kiralama Şirketi Arasındaki İlişkiler ve Muhtemel Sorunlar

Özel amaçlı kurumun (varlık kiralama şirketi), sukûk ihracı işleminde sadece yatırımcıların temsilcisi ya da vekili olarak değil, aynı zamanda kaynak

kuruluşun da vekili olarak hareket ettiği tespit edilmektedir. Özel amaçlı kurum, kaynak kuruluş için sukûk ihraç etmekte, yatırımcılara vekâleten ise ihraç bedelini kaynak kuruluşa aktararak, ihraca dayanak varlıkları yatırımcılar adına yönetmekte ya da muhafaza etmektedir.

Bu bölümde kaynak kuruluş ya da fon kullanıcı tarafından kurulan özel amaçlı kurumun, kurucusunun finansman temini için kira sertifikası ihraç ettiği durumlarda, bu özel amaçlı kurum ile kaynak kuruluş ya da fon kullanıcı arasındaki ilişkiler değerlendirilecektir. Bilindiği üzere Türkiye'de faizsiz finans alanında faaliyet gösteren bankaların tamamının kendi iştiraki olarak kurdukları varlık kiralama şirketleri bulunmaktadır ve kira sertifikası ihraçlarının büyük bölümü de bu bankalar tarafından anılan VKŞ'ler aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. Önceki bölümde ifade edildiği üzere bu varlık kiralama şirketleri, tek kişi anonim ortaklık olarak kurulmaktadır. Bu durumda bir bankanın kendi finansman ihtiyacı için kira sertifikası ihracı yoluna başvurması halinde, bu bankanın yüzde yüz iştiraki olan varlık kiralama şirketi kullanılmaktadır. Bu işlemde, ihraca dayanak olan varlık ve haklar üzerindeki tüm sözleşmeler, banka ile iştiraki olan VKŞ arasında akdedilmekte ve varlık kiralama şirketi kendi kurucusu ve tek sahibi olan bankaya karşı yatırımcıların vekili sıfatıyla hareket etmektedir. Dolayısıyla bu ilişkide varlık kiralama şirketi ile kurucusu ve işlemin fon kullanıcısı ya da kaynak kuruluşu olan banka arasındaki ilişkilerin ayrı bir şekilde ele alınması gerekmektedir. Bu bölümde anılan ilişkinde kaynaklanması muhtemel sorunlar üzerinde durulacaktır.

5.2.1. Bilgi Asimetrisi Sorunu

Bilindiği üzere asimetrik bilgi, bir işlem ya da sözleşme ilişkisinde tarafların ilgili işlem ya da ilişkiye dair bilgilerinin birbirinden farklı olması, daha özelde taraflardan birinin diğerine göre daha fazla bilgi sahibi bulunması olarak izah edilmektedir. Ekonomik ilişkilerde asimetrik bilgi George A. Akerlof tarafından 1970 yılında yayınlanan "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism" başlıklı makalede izah edilmiş ve piyasa başarısızlığının bir nedeni olarak anlatılmıştır (Akerlof, 1970: 488-500).

Asimetrik bilgi sorununun üç temel olumsuz sonucu ortaya çıkmaktadır: ters seçim (adverse selection), ahlaki tehlike (moral hazard) ve vekâlet sorunu (agency problem). Ters seçim, ilgili işlem gerçekleşmeden önce asimetrik bilgi nedeniyle hatalı ekonomik kararlar verilmesi olarak ifade edilmektedir. Örneğin, yatırımcılardan fon talep eden bir girişimcinin, yatırıma dair bazı bilgileri saklaması sonucu yatırımcıların aslında yatırım yapmak istemeyecekleri bir işe girişmelerine ya da yatırımın gerçek değerinden daha fazla değerli görünmesine veya aslında daha az riskli yatırımlar için daha yüksek risk primleri ödenmesine

neden olunması söz konusu olabilecektir. Ahlaki tehlike ise işlem ya da sözleşmenin tamamlanmasından sonra ortaya çıkan ve yukarıdaki örnek açısından, fon talep edenin temin ettiği fonu, başlangıçta belirlenen ya da taahhüt edilen amaçlar dışında kullanması şeklinde tezahür etmektedir. Buna örnek olarak fon temin edenin, bunu beklenenden daha yüksek riskli yatırımlara yönlendirerek olası bir zararı yatırımcıya yüklemesi gösterilmektedir. Vekâlet sorunu ise işlemi yürütmesi için seçilen vekilin ya da temsilcinin faaliyetlerinin kontrol edilememesi ya da bu kontrolün de ilave maliyetlere neden olması şeklinde izah edilmektedir (Çetinkaya, 2012: 57-59; Aras & Müslümov, 2004). Özetle asimetrik bilgi, işleme ve sonuçlarına olan güveni azaltacak ve bu güvensizlik de işleme olan talebi düşürebilecektir. Finansal işlemler açısından bu durum, piyasaya yeterli fon aktarılmasını engelleyeceğinden, sermaye ve yatırımlarda istenen düzeylere çıkılamayabilecektir.

Saraç (2017: 101-105)'a göre bir girişimcinin, yatırım projesiyle ilgili potansiyel yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip olması ya da bir firma yöneticisinin, firmanın finansal durumu hakkında yatırımcılardan daha çok şey bilmesi bilgi asimetrisi olarak değerlendirilmektedir. Yazara göre firma yöneticisi, pay sahiplerinin faydasını en üst düzeye ulaştırabilmek için firmanın lehine olan bilgileri kamuya iletmek isteyecektir. Bu sayede yatırımcıların, firmaya olan taleplerini arttırarak firma değerini yükseltmeyi amaçlayacaktır. Bunu basın duyuruları yoluyla yapabileceği gibi bu tür duyurulara olan güven sorunundan etkilenmemek için kâr payı ilanı gibi piyasa işaretlerine de başvurabilir. Bu noktada yazar, Protestan ahlakı üzerine kurulu modern kapitalist sistemde, kârını maksimize etmeyi amaçlayan birey ya da firmaların, bu amaca ulaşmak için yukarıda zikredilen asimetrik bilgiyi, münhasıran kendi yararına kullanmak isteyeceğine işaret etmektedir. Burada *homoeconomicus,* karşılıklı ve ortak çıkarları dikkate almak yerine, kendi faydasını maksimize edebilmek için bilgi asimetrisini kendi çıkarına kullanmaktan geri durmayacak ve bu da piyasa başarısızlığının önemli nedenlerinden biri olarak karşımıza çıkacaktır. Ancak yazar, bilgi asimetrisini en aza indirmek için yatırımcı tarafa daha fazla bilgi vermeye çalışmanın, beklenen olumlu etkisi yerine, fon sağlayıcının yatırımdan vazgeçmesine neden olabilecek bir olumsuzluğa da yol açabileceğine işaret ederek, bilgi asimetrisini önlemek için bilgi miktarını arttırmanın en doğru yol olmadığını ifade etmektedir. Burada alınması gereken daha önemli önlem, kurumsal reformlar ve taraflar arasındaki sözleşmelerin, işlemin kendi niteliklerinden kaynaklanan belirsizlikleri paylaşacak şekilde kurgulanmasıdır. Bu şekilde daha adil ve insaflı bir ilişki zemininde bilgi asimetrisinin olumsuz sonuçları önlenebilecektir.

Nitekim menkul kıymetleştirme işleminde de bilgi asimetrisinin önemli sorunlara yol açacağı ve menkul kıymetleştirmeye konu edilecek varlık portföyünün derecelendirmesindeki hataların, özellikle büyük finansal krizlerden önce yaşanan önemli sorunlardan biri olarak ifade edilmektedir. İşlemin yapısı açısından ise özellikle kredi alacaklarının menkul kıymetleştirilmesinde, ihraç edilen menkul kıymetleri satın almakla ilgili kredi riskini de satın almış olan yatırımcıların bu kredilerin gerçek durumu hakkında yeterli bilgi sahibi olmaması, sürecin şeffaflıktan uzak olması gibi sorunlar da ortaya çıkabilmektedir. Bu aynı zamanda, menkul kıymet ihraç eden kaynak kuruluşun dayanak portföyle ilgilenmemesine ya da portföyün getiri sağlaması konusuyla, getirisi kendisine kalacak varlıklar kadar ilgilenmemesine de yol açabilmektedir. Yatırımcılar açısından ise dayanak varlıkları tanıma ihtiyacı duymama gibi bir ahlaki problem ortaya çıkardığı vurgulanmaktadır (Buchanan, 2016: 10, 11). Aslında bunlar Saraç (2017: 193-195) tarafından da işaret edildiği üzere menkul kıymetleştirmenin risk transferi esasına dayandığı konvansiyonel sistemin doğurması beklenen problemleridir. Yazara göre İslami finans, risk paylaşım esasına dayanacağından, ihraççı da yatırımcı da dayanak varlıklarla ilgilenmek zorunda kalacak ve yine kaynak kuruluşun, tabi olduğu ahlaki prensipler açısından varlıkların gerçek durumuyla ilgili yanıltıcı ya da eksik bilgi verme yoluna gitmemesi beklenecektir.

Iacobucci & Winter (2005: 163) bilgi asimetrisini, "gizli eylemler" ve "gizli bilgiler" şeklinde ikiye ayırmaktadır. Yazara göre gizli eylemler, şirket yöneticiler ile yatırımcılar arasında ortaya çıkan, yöneticilerin eylemlerini ve menkul kıymet ödemelerini etkileyecek belirsizlik faktörleri içeren bilgi asimetrisidir. Gizli bilgiler ise yatırımcılar arasında, menkul kıymetin ihracı anında var olan bilgi farklılıkları olarak ifade edilmektedir. Iacobucci & Winter (2005: 172-177)' e göre bir özel amaçlı kurum kurulup, varlıklar bu kuruma aktarıldığında, öncelikle yöneticilerin gizli eylemlerinin önlenmesini sağlayacak mekanizmalar kurulabilecektir. Bu mekanizmalar, yönetimin doğrudan gözetimi, yönetim itibarı, yönetim kontrolünü devralma, açık teşvik ödemeleri olabilecektir. Bu mekanizmalar sayesinde de bilgi asimetrisi ve bundan kaynaklanacak sorunlar önlenebilecektir.

Ancak bu öneri ve yöntemlerin gerçekte uygulanabilmesi ve özel amaçlı kurumun bilgi asimetrisini önlemeye dair bu fonksiyonunu icra edebilmesi için, özel amaçlı kurumun varlıkları devraldığı kaynak kuruluştan bağımsız olması gerekir. Diğer ifadeyle buradaki özel amaçlı kurum, kaynak kuruluşun yöneticilerinin yukarıda bahsedilen gizli eylemlerini önleyebilir ve yatırımcıların varlıklar hakkında tam bilgi sahibi olmasını sağlayabilirse beklenen amaca hizmet etmiş sayılabilecektir. Bunun için de anılan özel amaçlı kurumun, kaynak

kuruluşun kontrolünde olmaması, kaynak kuruluşun yöneticilerinin talimatlarıyla hareket etmemesi gerektiğini değerlendirmekteyiz. Nitekim uluslararası sukûk ihraçları incelendiğinde, ihraç için oluşturulan özel amaçlı kurumların, kaynak kuruluş ile organik bir bağı olmayacağı ve karar alma mekanizmalarında kaynak kuruluşun yer almadığı bir yapıda kurulduğu gözlenmektedir.

Oysa Türkiye'de kaynak kuruluşun, finansman temini için kendi kurduğu VKŞ üzerinden gerçekleştirdiği ihraç işlemlerinde, VKŞ'nin yönetimi, karar alma mekanizmaları ve hatta operasyonel işlemleri tamamen anılan kurucunun kontrolünde kalmaktadır. Bu halde kaynak kuruluşa ya da dayanak varlıkların mevcut ve potansiyel hukuki ya da finansal durumlarına ilişkin bilgiler tamamen kaynak kuruluşta kalacak ve VKŞ bunlara sahip olamayacağı için yatırımcılara da aktarılamayabilecektir. Yine kaynak kuruluş yöneticilerinin, ihraca dair muhtemel karar ya da eylemlerinin yatırımcılara aktarılmaması ihtimali de söz konusu olabilecektir.

Türkiye'de gerçekleştirilen sukûk ihraçlarında bu bilgi asimetrisini ortadan kaldırma araçlarından biri olarak kamunun aydınlatılması ve özel durum açıklamalarına ilişkin düzenlemeler öngörülmüştür. SerPK md 15 uyarınca sermaye piyasası araçlarına ilişkin ortaya çıkan ve yatırımcıların kararlarına tesir edecek ya da bu araçların fiyatını veya değerini etkileyecek gelişmeler, işlemler ya da olaylar kamuya açıklanmak zorundadır. Buna göre sukûk ihraçlarında da bu tür açıklamaların yapılması zorunlu olacaktır. Bu açıklamanın içerik kapsam ve usulleri SPK tarafından yayımlanan özel durumlar tebliğleri ile düzenlenmiştir.

Dikkat edileceği üzere burada VKŞ tarafından yapılacak açıklamalar, kaynak kuruluşun verdiği bilgilerle sınırlı olacaktır ve teorik olarak sorun tam da bu noktada ortaya çıkmaktadır. Bir an için kaynak kuruluşun olması gerekenden daha az bilgi verme yoluna gitmesi halinde VKŞ aslında bu durumdan fiilen haberdar olabilecektir. Zira ifade edildiği üzere VKŞ, zaten kaynak kuruluş tarafından yönetilmektedir. Ancak işte bu yönetim ve kontrol nedeniyle VKŞ, edindiği bu bilgileri yatırımcılara aktaramayabilecektir. Bu da yukarıda bahsi geçen bilgi asimetrisi sorununu ortaya çıkaracaktır. Örneğin kaynak kuruluşun, ihraca dayanak olarak seçtiği varlık ya da haklar üzerinde ihraç süresince ortaya çıkabilecek hukuki ya da fiili gelişmeler, varlık kiralama şirketi tarafından bilinebildiği halde, yatırımcılara açıklanmasından imtina etmesi bu tür bir sorunun kaynağı olabilecektir.

Bütün bu nedenlerle, bahse konu asimetrik bilgi sorununun ortadan kaldırılabilmesi için SerPK'ya tabi VKŞ ile kaynak kuruluş arasındaki bu çok sıkı organik bağın ortadan kaldırılmasını ya da VKŞ'nin gerçekten bağımsız bir yönetim yapısına kavuşturulmasının faydalı olacağı kanaatindeyiz. Bu anlamda kaynak kuruluşun, varlık kiralama şirketi üzerindeki yönetim ve kontrol yetkileri söz

konusu olmazsa, şirket asıl fonksiyonu olan yatırımcıların menfaatlerinin korunması görevini beklenen surette yerine getirebilecektir.

Hazinenin sukûk ihraçlarında da bilgi asimetrisi konusu, örneğin dayanak varlıkların belirsizliği açısından önemli bir sorun olarak karşımıza çıkabilecektir. Zira ilgili bakanlık tarafından yayınlanan kira sertifikası kılavuzları ve bilgilendirmeler incelendiğinde, bu ihraçların hazineye ait taşınmazların dayanak gösterilmesi suretiyle gerçekleşeceği açıklanmakta ancak bu taşınmazlar hakkında hiçbir bilgi verilmemektedir (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2019). Bu nedenle de bahse konu taşınmazların nitelikleri, konumları, hukuken tasarrufa elverişli olup olmadıkları, ekonomik değerleri gibi hususlarda yatırımcılar bilgi sahibi olamamaktadır.

Bu uygulama önemli eleştirilere yol açmaktadır. Anılan eleştirilerin nedenlerinin başında, aslında ekonomik olarak bir değer taşımayan varlıkların sukûk ihraçlarında kullanılmak suretiyle gerçekte olmayan getirilerin sertifika sahiplerine ödenebilme olasılığı gelmektedir. Zira bahse konu taşınmazlar aslında herhangi bir kira, satım gibi akitlere konu edilerek ya da bir ekonomik faaliyet için kullanılarak değer ya da gelir üretiminde kullanılmıyorsa, bu durum yatırımcılardan gizlenerek elde edilmeyen gelirlerin yatırımcılara ödenmesi gibi İslam hukukunun meşru görmeyeceği bir yönteme başvurulmuş olacaktır. Bu tür bir uygulama ise faiz ya da garar gibi yasaklanan işlemlerin, kanuna karşı hile yoluyla gerçekleştirilmesi anlamına gelecek ve İslam hukukunun temel ilkelerine aykırılık oluşacaktır (Bayındır, 2016: 841, 842; Samar, 2019b: 327). Samar (2019b: 327)'ın işaret ettiği üzere HMVKŞ, yatırımcıların vekili sıfatıyla bu varlıkların ne olduğunu bilmekteyse de bu bilgiyi yatırımcılarla paylaşmadığı için yatırımcılar açısından, bahse konu bilinmezlik devam etmektedir. Oysa sukûk ihracı işlemindeki önemli amaçlardan biri, faiz alacağına dayalı konvansiyonel yatırım araçlarını kullanmak istemeyen yatırımcıların ellerindeki kaynakların ekonomiye kazandırılmasıdır. Mevcut durumdaki bu belirsizlik ve İslam hukukuna aykırılık eleştirileri, anılan amacın gerçekleştirilmesini de engelleyecek, pek çok yatırımcının bu araca mesafeli yaklaşmasına neden olabilecektir.

Benzer şekilde HMVKŞ ile ilgili Bakanlık arasında kira sertifikası ihracı için akdedilen sözleşmeler ve HMVKŞ'nin bu ihraçlarla ilgili taahhütleri de yatırımcılar açısından belirsiz ya da bilinemez durumadır. KFBYK md 7/A uyarınca kira sertifikası ihracı kapsamında akdedilecek kira sözleşmeleri TBK hükümlerine tabi olmayacak, bunlara sadece taraflar arasındaki sözleşme hükümleri uygulanacaktır. Ancak bu ihraçlarda bahse konu sözleşme hükümleri de yatırımcılar tarafından bilinmemektedir. Diğer ifadeyle Bakanlık, kendi kurduğu özel amaçlı kurum ile akdedilen kira sözleşmesi hükümlerini de yatırımcılara

açıklamamaktadır. Bu kapsamda KFBYK'nın düzenlediği yegâne husus bu varlıklarının kullanımıyla ilgili bakım, onarım, işletme, inşaat ve benzeri iş ve işlemlerin ilgili kurum ve kuruluşlar tarafından yapılacağı ve buna ilişkin harcamaların da anılan kuruluşların kendi bütçelerinden karşılanacağıdır. Buna göre, HMVKŞ ve yatırımcılar anılan işlem ve harcamalara katılmayacaktır. Ancak bu kira sözleşmesinin diğer hüküm ve şartları yatırımcılar tarafından bilinememektedir. İlgili kılavuzlarda her ne kadar HMVKŞ'nin, kiraya verdiği taşınmazları gerekli ve faydalı gördüğünde eş değeri bir varlık ile takas, satın alma ve satma gibi yollarla tasarrufa yetkili kılındığı ifade edilmekteyse de, burada bahsedilen taşınmaz değişimi ya da yeni taşınmaz alımına dair ayrıntılı bilgi bulunmamaktadır. Bu durumda anılan kira sözleşmeleri kapsamında yatırımcıların ne tür hakları olacağı da belirsiz durumda olup bu belirsizlik öncelikle yatırımcıların hukuken yeterince korunmadıkları sonucunu ortaya çıkarabilecektir. İslami finansın yukarıda işaret edilen temel ilkeleri nazara alındığında, anılan kira sözleşmesi uyarınca kendilerine kira bedeli ödenen ve dolayısıyla bu sözleşmenin tarafı olması gereken yatırımcıların, anılan sözleşme hakkında bilgi sahibi olmamaları garar yasağı ilkesinin ihlali olarak da değerlendirilebilecektir. HMVKŞ'nin işlemlerini yatırımcılar hesabına yaptığı da nazara alındığında yatırımcıların bu bilgilere sahip olması bir gereklilik olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bu nedenlerle ihraca konu kira sözleşmelerinin temel unsurlarının da yatırımcılara bildirilmesi gerektiğini değerlendirmekteyiz. Yine kanaatimizce, mevzuat düzenlemeleri suretiyle sukûk ihracına dayanak olabilecek varlıkların asgari niteliklerinin belirlenmesi, bu anlamda ekonomik olarak bir değer taşımayan ya da getiri üretemeyecek varlıklar ile hukuken ihraca ilişkin sözleşmelere konu olamayacak varlıkların kullanılamaması sağlanmalıdır. Bu kapsamda yatırımcı kılavuzlarında satış ve kira sözleşmelerinin en azından temel hükümlerine (taşınmaz bilgisi, satış bedeli, kira ilişkisine dair bedel, süre, fesih hükümleri ile taşınmazların ikame ve iade koşulları ile ayıp ve zapttan sorumluluk gibi) yer verilmesi gerektiğini değerlendirmekteyiz.

5.2.2. Vekâlet Sorunu

Vekâlet sorununun bir firmanın pay sahipleri ile yöneticileri arasındaki çıkar çatışmasından kaynaklanabileceği gibi aynı firmanın pay sahipleri ile alacaklıları arasında da ortaya çıkabileceği kabul edilmektedir. Firmanın pay sahipleri ile yöneticileri arasındaki çıkar çatışması ve dolayısıyla vekâlet sorunu, firma yöneticilerinin firma hisselerinin tamamına sahip olmadığı hallerde karşımıza çıkacaktır. Zira burada bahsedilen yöneticiler, kendi bireysel çıkarlarını pay sahiplerinin çıkarlarından daha önde tutmak isteyeceklerdir. Bu noktada,

yöneticilerin tüm faaliyetlerinin kontrolü mümkün olmadığından, yöneticilerin kendi çıkarları için paydaşların çıkarlarını ikinci plana atması şeklinde bir manevi zarar ortaya çıkabilecektir. Yöneticilerin tüm faaliyetlerinin kontrol edilmek istenmesi halinde de vekâlet maliyeti sorunu ile karşılaşılacağına işaret edilmektedir (Saraç, 2017: 173, 174). Vekâlet maliyetinin, modern kurumsal şirket yapısında, şirketin sahipliği ile yönetim fonksiyonunun birbirinden bağımsız olması, diğer ifadeyle şirketlerin yönetiminin profesyonel yöneticilerce gerçekleştiriliyor olması karşısında, anılan yöneticiler ile hissedarlar arasındaki çıkar çatışmasından kaynaklandığı ifade edilmektedir (Soleimani & Shadab, 2020: 4).

Türkiye'de kurulan ve KST'ye tabi varlık kiralama şirketlerinin yapısı incelendiğinde, yöneticiler ile pay sahipleri arasında, yukarıda zikredilen türde bir çıkar çatışması çıkma olasılığı olmayacaktır. Zira Türkiye uygulamasında VKŞ'ler, KST md 12'de yer alan şirketler tarafından yüzde yüz iştirak olarak kurulmakta ve dolayısıyla varlık kiralama şirketi, tamamen kurucusu tarafından atanan temsilciler tarafından yönetilmektedir. Bu çerçevede, kaynak kuruluşun tayin ettiği yöneticilerin, hissedar olarak kendilerini atayan kuruluş ile bir çıkar çatışması ortaya çıkarmasının ya da kendi kişisel çıkarını öncelemesinin mümkün olamayacağı kanaatindeyiz. Esasen bu yöneticilerin kendi çıkarını maksimize etmek için kurucu/hissedarın çıkarlarını en üst seviyeye çıkarması beklenecektir. Aynı değerlendirme HMVKŞ için de yapılabilecektir. HMVKŞ'nin yönetim kurulu idarenin merkezi teşkilatı içindeki üst düzey yöneticilerden oluştuğu için anılan yöneticiler ile kurucu bakanlık arasında bir çıkar çatışması oluşması mümkün olamayacaktır.

Vekâlet sorunu teorisinde çıkar çatışması yaşayacak diğer grup ise firmanın hissedarları ile alacaklılarıdır. Burada firmanın hissedarları, yöneticileri üzerinden alacakları kararlarla, temin ettikleri finansman ile kendi faydalarını maksimize etmek için riskli yatırımlar yapabilecektir. Bu kararlar ise daha önce temin edilen borcun değerini azaltacak ve bu finansmanı sağlamış olan alacaklılar anılan kararlardan zarara uğramış olacaktır. Bahse konu çıkar çatışması, zaman içinde yatırımcıların firmaya borç verme isteğini ortadan kaldıracak ve firma aynı finansmana bu kez daha fazla faiz maliyetiyle ulaşabilecek ya da hiç ulaşamaz hale gelebilecektir. Bu da firmaya ve nihayetinde hissedarlara zarar vermiş olacaktır. Bu kapsamda yöneticilerin, hissedarlar ile alacaklılar arasındaki bu menfaat çatışmasını adil, dürüst ve dengeli bir şekilde yönetmesi beklenmektedir. Paydaş yaklaşımı olarak anılan bu anlayışta yöneticilerin, vekil sıfatıyla hareket ederken, herhangi bir çıkar grubuna dengesiz ya da adil olmayan bir servet transferine yol açacak işlemleri, sonuçta hissedarlara zarar vereceğinden, yöneticilerin tüm taraflara adil ve dürüst davranması gerektiği vurgulanmaktadır. Bu teoriye göre bir firma, sadece hissedar ve alacaklılar

arasındaki ilişkilerden ibaret olmayıp, firma ile etkileşim halinde olan tüm taraflar bir sözleşmeler ağı oluşturur ve bu tarafların tamamının menfaatlerinin dikkate alınması gerekir (Saraç, 2017: 181-183). Yazar bu noktada, İslam iktisadının hukuk, ahlak ve adalet esasına dayalı yaklaşımının, yukarıda zikredilen çıkar çatışmaları esasına dayalı sistemin ortaya çıkaracağı vekâlet problemlerini de kendiliğinden çözebilme potansiyeli olduğunu tespit etmektedir. İslam iktisat sisteminin hedeflediği adil ve dengeli bir sosyal düzende firma, yatırımcıların ve hissedarların kârlarını maksimize etmeye çalışacak, ancak bunu yaparken kendisiyle ilişki içinde olan diğer tarafların ya da kişilerin haklarını da ihlal etmeyecektir. İslam iktisadında sözleşme ilişkileri, tüm tarafların çıkarlarını koruma amacını taşımaktadır; bu açıdan da bilgi asimetrisi ya da vekâlet sorunu gibi olumsuzluklar en aza indirilebilecektir. Bu sistemde vekil, dürüst olduğu ve görevini en iyi şekilde yaptığında ödüllendirilecektir, bu sayede firmanın kâr amacıyla yaptığı işlemlerden toplumun tamamı fayda sağlayacaktır (A.g.e: 189, 190).

Ancak uygulamada vekâlet sorununun, İslami finans ürünlerinde de karşımıza çıkabileceğine işaret edilmektedir. Konuya kira sertifikaları açısından bakıldığında, fon kullanıcının projeye dair faaliyetlerinin kontrolü, sermaye sahibi yatırımcılar adına VKŞ tarafından gerçekleştirilmelidir. Ancak bahse konu kontrol ile görevli VKŞ'nin tek pay sahibinin, uygulamada olduğu gibi aslında fon kullanıcısı olduğu durumlarda, VKŞ'nin pay sahibi ile alacaklılar arasında bir çıkar çatışması ve bu anlamda bir vekâlet sorunu ortaya çıkacağı söylenebilecektir. Diğer ifadeyle VKŞ'nin bizzat fon kullanıcının da yöneticilerinden oluşan yönetim organı, öncelikle kendi kurucusunun menfaatlerini koruma amacıyla hareket edebilecektir. Özetle sukûk ihraçlarında VKŞ'nin, kendisini kuran ve yöneten kaynak kuruluş üzerinde bu tür bir izleme fonksiyonu icra edebilmesi her zaman kolay olmayacaktır. Zira VKŞ yönetim kurulu üyeleri, zaten kaynak kuruluşun tayin ettiği hatta bizzat kaynak kuruluşun yöneticilerinden oluşmaktadır. Raporlama, muhasebe, kayıtlar gibi operasyonel faaliyetler için personel istihdam edilmemekte, bu faaliyetler de kaynak kuruluşun çalışanları tarafından yürütülmektedir. HMVKŞ'ler açısından da bu tür bir çıkar çatışması oluşması ihtimal dâhilindedir. Zira HMVKŞ ile kurucu bakanlık arasındaki bağ, KST'ye tabi VKŞ'lerden daha kuvvetlidir.

Sukûk ihraçlarında özel amaçlı kurumlar, aslında yukarıda örnekleri verilen asimetrik bilgiden kaynaklanan sorunların ve vekâlet maliyetlerinin önlenmesi için bir araç olarak da görülmektedir. Ancak özel amaçlı kurumların, moral hazard probleminin gerçekten ortadan kaldırabilmesi için bu kurumların bağımsız ve kaynak kuruluş etkisinden uzak olması gerektiği ifade edilmektedir (Soleimani & Shadab, 2020: 4). Tüm hisseleri kaynak kuruluşa ait olan bir özel

amaçlı kurum yapısının, yukarıda anılan bilgi asimetrisi ya da vekâlet sorunlarının önlemeyeceği aksine bu sorunlara daha fazla yol açacağı anlaşılmaktadır.

5.2.3. Varlık Kiralama Şirketinin İşlemlerinden Kurucunun Sorumluluğu

Bu bölümde sadece KST'ye tabi VKŞ'ler açısından bir değerlendirme yapılacaktır. Zira HMVKŞ'ler bakımından, HMVKŞ'nin eylem ve işlemlerinden kurucu bakanlığın sorumlu tutulması değil, şayet varsa hukuka aykırı eylem ve işlemlerden idarenin sorumluluğuna dair kuralların uygulanması söz konusu olacaktır.

Yukarıda ifade ettiğimiz üzere Türkiye'deki varlık kiralama şirketleri, bankalar ya da yetkili finans kuruluşları tarafından, tek ortaklı olarak kurulmaktadır. Bankaların kurduğu varlık kiralama şirketleri ise kurucusu olan bankanın sukûk ihraçları yanında özel sektörün farklı kuruluşlarının finansman temini için de sukûk ihracı gerçekleştirmektedir. İşte bu bölümde, VKŞ'nin olası bir temerrüdü ya da mevzuat ve sözleşmelerdeki yükümlülüklerini ihlal etmesi halinde yatırımcıların, VKŞ'nin kurucusuna müracaat edip edemeyeceği konusu incelenecektir.

SPK düzenlemeleri ve her ihraç için hazırlanan hukukçu raporlarında, kaynak kuruluşun temerrüdü halinde başvurulabilecek yöntemler ve bu başvuruların muhatapları yatırımcılara bildirilmekte ve bu düzenleme ya da hukuk görüşlerinde, işlemlerden VKŞ'nin sorumlu olmayacağı izah edilmektedir. Bu açıdan VKŞ'ye ve onun kurucusuna müracaatın kural olarak mümkün olamayacağı söylenebilir. Ancak VKŞ, kendi edimini yerine getirmezse veya örneğin özen borcuna aykırılık suretiyle yatırımcıların zararına neden olursa anılan yatırımcıların müracaat haklarının değerlendirilmesi gereklidir. VKŞ'nin temsilci ya da vekil olarak hukuki sorumluluğu konusu yukarıdaki bölümde daha ayrıntılı olarak yer almıştır. VKŞ'nin hukuken sorumluluğunun söz konusu olacağı bir durumda, VKŞ kurucusuna (örneğin kurucu banka ya da finans kuruluşuna) da müracaatın mümkün olup olmayacağına bu bölümde daha yakından bakılacaktır.

Bir tüzel kişinin borçlarından bir başka tüzel kişinin sorumlu tutulması, Türk hukukunda "tüzel kişilik perdesinin kaldırılması" yanında "organik bağ" teorileri çerçevesinde söz konusu olabilmektedir.

"Tüzel kişilik perdesinin kaldırılması" teorisi esasen, tüzel kişilerin kurucularından ya da ortak ve yöneticilerinden ayrı bir hukuki kişiliğe ve ayrı bir malvarlığına sahip olduğuna dair genel kuralın bir istisnası olarak karşımıza çıkmaktadır. Kıta Avrupası'nda da Anglo-Amerikan hukuk sistemlerinde de temel kural, tüzel kişilerin ayrı hukuki kişiliğe ve malvarlığına sahip olmasıdır.

Buna göre bir tüzel kişi, tarafı olduğu hukuki işlemlerle doğrudan hak sahibi olmakta ve borç altına girmektedir. Bu borçların ödenmesinden kural olarak işlemin tarafı olan tüzel kişi sorumludur ve ödeme tüzel kişinin malvarlığından yapılır. Diğer ifadeyle anılan borç ilişkisinde, tüzel kişinin organı olarak hareket eden gerçek kişiler ya da tüzel kişinin kurucu veya ortakları, bahse konu borçlardan şahsen sorumlu tutulmazlar. Ancak zaman içinde tüzel kişilik kurumunun sağladığı hukuki korumaların ve bunların sağladığı hakların kötüye kullanılması ile kanuna karşı hile uygulamaları ortaya çıkmış ve işlemi gerçekleştiren temsilci ya da ortaklar, tüzel kişilik kurumunun arkasına saklanarak alacaklıları zarara uğratmışlardır. İşte bu gelişmeler nedeniyle önce İngiliz ve Amerikan hukuk sistemlerinde ve ardından Kıta Avrupası'nda tüzel kişilik perdesinin kaldırılması teorisi ortaya çıkmıştır. Anılan teoriye göre bir tüzel kişinin alacaklıları, belirli şartların tahakkuku halinde, anılan tüzel kişi ile birlikte onun üye ya da organlarını oluşturan kişilere hatta bazen ilgili tüzel kişi ile bağlantılı farklı tüzel kişilere de müracaat edebilecektir. Türk hukukunda da doktrin, anılan teoriyi TMK md 2/1 ve 2/2 hükümlerinde yer alan dürüstlük kuralı ve hakkın kötüye kullanılması yasağı çerçevesinde kabul etmektedir. Buna göre tüzel kişi ile ortaklarının malvarlıklarının iç içe girmesi suretiyle mal ayrılığı kuralına riayet edilmemesi; tüzel kişi üzerinde belirli bir grubun hâkimiyet kurması veya ortaklığın sermayesinin faaliyetleri için yetersiz olmasına rağmen bu faaliyetlerine devam etmesi hallerinde, tüzel kişilik perdesinin kaldırılabileceği kabul edilmektedir (Antalya, 2008: 148-150; Sağlam, 2008: 154-156).

Perdenin kaldırılması teorisinde "tüzel kişilik" kurumu ortadan kaldırılmamakta, sadece bu kurumun malvarlıkları ve kişiler arasında ördüğü "perde" kaldırılmaktadır. Yine anılan teori, istisnai durumlarda ve mevzuatın ilgili organ ya da kurucuların sorumluluğunu başka şekillerde düzenlemediği hallerde uygulanacaktır (Antalya, 2008: 148, 149). Türk hukukunda tüzel kişinin yönetici ya da ortaklarının doğrudan sorumluluğunu düzenleyen çeşitli hükümler bulunmaktadır. Bu hallerde öncelikle anılan kanun hükümleri uygulanacak, perdenin kaldırılması teorisine müracaata gerek olmayacaktır. Örneğin TMK md 50/3, TTK 236-238, AATUHK md 35, Bankacılık Kanunu md 134, SerPK md 98, 4734 sayılı Kamu İhale Kanunu'nun 58. maddesi gibi hükümler alacaklılara bu olanağı sağlamaktadır.

Tüzel kişilik perdesinin kaldırılması, Türk hukukunda doktrin ile birlikte Yargıtay tarafından da kabul edilen bir teoridir. Konuyla ilgili Yargıtay'ın Hukuk Genel Kurulu, E. 2019/11-808 K. 2020/504 T. 1.7.2020 sayılı kararında konuya ilişkin doktrin görüşlere de istinat ederek bu teori çerçevesinde tüzel kişiliğin borçlarından, anılan tüzel kişiliği oluşturan kişilerin de sorumlu tutulabileceğini kabul etmektedir. Kararda özetle kural olarak tüzel kişinin borçlarından, onu

oluşturanların sorumlu tutulamayacağı ancak bu ayrılığın doğuracağı haksız sonuçların ortadan kaldırılabilmesi için anılan üyelerin de sorumluluğunun kabul edilebileceğine işaret etmektedir. Bu kapsamda kanuna karşı hile, perdenin arkasına saklanarak iyiniyet kurallarına aykırılık veya üçüncü kişilere zarar verme hallerinde TMK md 2/2 uyarınca perdenin kaldırılması mümkün olabilecektir (Yargıtay Hukuk Genel Kurulu, 2020).

VKŞ'nin kurucusuna hukuki müracaatta bulunabilmeyi sağlayacak diğer müessese "organik bağ" kavramıdır. Bu kapsamda yargı kararlarında, borçlu tüzel kişi ile belirli seviyelerde ilişki ya da bağı olan diğer tüzel kişilerin sorumluluğuna da gidilebileceği kabul edilmektedir. Doktrinde organik bağ kavramının, tüzel kişilik perdesinin kaldırılması teorisindeki "çapraz perdenin kaldırılması"na benzemekle birlikte, farklı bir sorumluluk genişletme aracı olduğuna işaret edilmektedir. Her iki teoride de asıl borçlu dışında bir tüzel kişiye, dürüstlük kuralı ve hakkın kötüye kullanılması prensiplerine göre müracaat edilmektedir. Ancak bağlı şirketlerin, tüzel kişilik perdesinin aralanması teorisi kapsamında sorumlu tutulabilmesi için bu şirketler arasında iktisadi bütünlük şartı aranırken, organik bağın varlığının kabulü için bu şart aranmamaktadır. Yine tüzel kişilik perdesinin kaldırılması halinde, sorumlu tutulan şirketin ortaklarına da müracaat edilebilirken, organik bağın varlığı halinde ortaklara müracaat edilememektedir. Perdenin kaldırılması için gerekli olan malvarlıklarının karışması ya da yetersiz sermaye gibi şartlar, organik bağ için aranamamakta, burada sadece alacaklılardan mal kaçırma amacının varlığı yeterli görülmektedir. Yine organik bağın varlığı halinde, tasarrufun iptali, istihkak gibi hukuki sonuçlar ortaya çıkabilmektedir (Öztek & Memiş, 2008: 210, 211).

Varlık kiralama şirketinin borçları nedeniyle kurucuya ve dolayısıyla ortağa (Türkiye uygulamasında tek ortağa) müracaat edilmesi, TTK md 209 hükmü uyarınca da mümkün olabilecektir. Yukarıda ifade edildiği üzere, Türkiye uygulamasında sıklıkla karşımıza çıkan tek kişi anonim ortaklık şeklindeki VKŞ'ler ile kurucuları arasında, TTK md 195 ve devamı maddelerinde yer bulan şirketler topluluğu ilişkisi bulunmaktadır. Bu çerçevede TTK md 209 hükmüne göre "Hâkim şirket, topluluk itibarının, topluma veya tüketiciye güven veren bir düzeye ulaştığı hâllerde, bu itibarın kullanılmasının uyandırdığı güvenden sorumludur". Bu sorumlulukla ilgili olarak madde gerekçesinde hükmün amacı, hakim şirketin tüketicilerde oluşturduğu güveni kullanmasının sonuçlarına katlanması gerekliliği şeklinde ifade edilmektedir. Buna göre tüketiciler, kullanılan bir topluluk adına güvenerek bağlı şirketle işlem yaptıklarından, topluluk adına itibarın kullanılmasından yararlanan hâkim şirketin sorumluluğuna gidilebilecektir.

VKŞ'ler açısından bakıldığında bu şirketlerin özellikle kurucusu için gerçekleştirdiği ihraçlarda, yatırımcıların asıl güven duyduğu tarafın kurucu tek pay sahibi şirket olduğu tartışmasızdır. Çalışma kapsamında gerçekleştirilen derinlemesine mülakatlardan da katılımcıların, sukûk ihraçlarında yatırım kararında, VKŞ'yi kuran bankanın itibarının temel etkenlerden biri olduğuna işaret ettiği tespit edilmektedir.

Dolayısıyla VKŞ'nin, mevzuat ya da sözleşmeye aykırı eylem ve işlemleri için tek pay sahibi niteliğindeki kurucuya, TTK md 209 uyarınca da başvurulması mümkün olabilecektir.

Esasen yukarıda özetlediğimiz bütün teorik yaklaşımlar, varlık kiralama şirketi kurucusu ve tek ortağı konumunda olan finansal kurumlar için önemli bir hukuki sorumluluğa işaret etmektedir. Bugünkü yapısında VKŞ'ler, tek ortağı olan finansal kurumun tam kontrolü altındadır. Bu çerçevede, gerek kurucuları için ve gerekse üçüncü kişi firmalar için gerçekleştirilen ihraçlarda, VKŞ'nin yatırımcılara veya diğer fon kullanıcılara karşı hukuki sorumluluğunun söz konusu olabileceği hallerde, ilgili yatırımcı ya da fon kullanıcıların, VKŞ'nin tek ortağına müracaat etmeleri mümkün olabilecektir. Diğer ifadeyle bahse konu ortak, VKŞ'nin eylem ve işlemleri nedeniyle tazminat sorumluluğuyla karşılaşabilecektir. İşte bu sorumluluğun azaltılmasının yollarından biri olarak da VKŞ'lerin bağımsızlığının güçlendirilmesi önerilebilecektir.

5.2.4. Dayanak Varlık ve Haklara İlişkin Sorunlar

5.2.4.1. Dayanak Varlık ve Hakların Sertifika Sahiplerine Aktarılması

Bilindiği üzere sukûk işlemlerinde tarafların temel amacı, kaynak kuruluş açısından fon temini, yatırımcılar açısından ise getiri elde etmektir. Bu süreçte, tarafları hukuken bir araya getiren ise sukûk ihracı için kurulan özel amaçlı kurumdur. Finansman ihtiyacının, sukûk ihracı ile karşılanmak istenmesindeki amaçlardan biri ise tüm tarafların, İslami finansın ilke ve prensiplerine uymaya dair iradesi olarak değerlendirilebilir.

Bu finansman temini sürecinde, ihraca dayanak olan varlıkların bu amaçları gerçekleştirebilmesi için yatırımcıların, dayanak varlıklar üzerinde işlemin gerçekleştiği ve dayanak varlıkların bulunduğu hukuk düzenlerince kabul edilen ve korunan hak ve alacaklara sahip olması gerekir. Aksi halde sukûk ihracından beklenen fayda elde edilememiş olacak, olası bir temerrüt halinde yatırımcılar, alacaklarını tahsil edememe riskiyle karşı karşıya kalabileceklerdir. Bu nedenle dayanak varlık ya da hakların, sukûk yatırımcıları adına özel amaçlı kuruma devri ya da özel amaçlı kurumun tasarrufuna bırakılmasının hangi hukuki yapıyla gerçekleşeceği, önemli bir mesele olarak önümüzdedir.

Sukûk sahiplerinin hakları, işlemin İslam hukukuna uygunluğu açısından da önemli bir konudur. Sukûk ihraç sürecinde özel amaçlı kurumun, sukûk yatırımcılarını temsilen taraf olacağı sözleşme ve işlemlerin İslami finansın temel yasaklarına aykırılıklar içermemesi açısından da varlık/hakların özel amaçlı kuruma ve dolayısıyla sukûk yatırımcılarına hukuka uygun yöntemlerle intikal etmesi amaçlanmaktadır.

İSEDAK tarafından sukûk ile ilgili hazırlanan raporda sukûk ihraçlarındaki esas hukuki meselelerden birinin dayanak varlıkların mülkiyetinin yatırımcılara devri olduğuna işaret edilmektedir. Buna göre bazı hukuk sistemlerinde trust yapısı ve beneficial ownership şeklinde mülkiyet nakli tanınırken, diğer sistemlerde tekli mülkiyet esası benimsenmektedir. Rapora göre bu ayrım kapsamında tekli mülkiyeti benimseyen sistemlerde gerçek satışa dayalı devirler yapılmazsa (asset based), yatırımcıların temerrüt halinde bu varlıklara müracaatı mümkün olamayacak sadece fon kullanıcıdan talepte bulunmaları söz konusu olabilecektir (İSEDAK, 2019: 27).

Bu husus gerek Türkiye'deki gerekse uluslararası alandaki sukûk ihraçlarına ilişkin en temel eleştiri konularını oluşturmakta ve çeşitli kaynaklarda bu aktarıma dair önemli eleştiri ve öneriler getirilmektedir. Aşağıda bunlara kısaca yer verilecektir.

a) Uluslararası Literatürde Yer Alan Görüş ve Değerlendirmeler

Dayanak varlıkların özel amaçlı kurumlara devri konusunun önemi, sadece İslami finans alanında değil, konvansiyonel finanstaki menkul kıymetleştirmelerde de teori ve içtihatlarda önemli tartışmalara neden olmuş görünmektedir. Özellikle Enron skandalı sonrası, muhasebe standartlarında yapılan köklü değişikliklerle, hangi hallerde varlıkların kaynak kuruluşun malvarlığı alanında kalmış ve hangi hallerde özel amaçlı kuruma intikal etmiş sayılacağına ilişkin düzenlemeler yapılmıştır. Yine çeşitli ülkelerdeki yüksek mahkemeler, menkul kıymetleştirme işlemlerinin hangi hallerde bir gerçek satış (true sale) ve hangi hallerde ise dayanak varlık teminatlı kredi olduğuna ilişkin kararlar ihdas etmişlerdir.

Bu konu Usmani (2007: 3)'nin dünyadaki sukûk piyasası üzerinde büyük etkisi olan ve AAOIFI'nin standartlarını gözden geçirerek yeni bir rehber yayınlamasına yol açan eleştirilerinden de biri olmuştur. Yazara göre eleştiri konusu dönemdeki sukûk işlemlerinde, gerçek bir varlık devri yapılmamakta, dolayısıyla yatırımcılar sukûk sertifikalarının temsil ettiği mallar üzerinde bir ortak mülkiyet sahibi olamamaktadır. Yazar sukûku, tahvillerinden ayıran ilk özelliğin, tahvillerin sahiplerine herhangi bir varlık üzerinde hak sahipliği vermezken, sukûk sahiplerinin varlıklar üzerinde mülkiyet hakkı kazanması

olduğuna işaretle, sukûk ihracında özellikle murabaha alacaklarının dayanak varlık alınması ya da varlıkların gerçekten devredilmemesinin, bu farkı ortadan kaldıracağını ifade etmektedir.

Menkul kıymetleştirme sürecinin en önemli konularından birinin "true sale" olarak ifade edilen, dayanak varlıkların mülkiyetinin gerçek bir hukuki işlemle özel amaçlı kuruma intikal ettirilmesi olduğuna farklı kaynaklarda da işaret edilmektedir. Buna göre kaynak kuruluşun, dayanak varlıklar üzerinde kontrolü ya da tasarruf hakkının devam etmesi, satış sözleşmesinin sıhhatini olumsuz etkileyecek ve işlemi bir satış akdi olmaktan çıkararak krediye dönüştürecektir. Bu kapsamda bir menkul kıymetleştirme işlemi olan sukûk ihracında dayanak varlıklar, gerek muhasebe kayıtları ve gerekse hukuki olarak kaynak kuruluşun malvarlığından çıkarılmalıdır. Bu sayede menkul kıymetleştirme sürecinin, iflas riskinden korunma gerekliliği yerine getirilmiş ve olası bir iflas halinde kaynak kuruluş, dayanak varlıklar üzerinde alacak iddia edememiş olacaktır. Yine kaynak kuruluş, özel amaçlı kurum veya dayanak varlıklara ilişkin karar mekanizmaları üzerinde kontrole sahipse de ortada bir gerçek satış olduğundan bahsedilemeyecektir. Kaynak kuruluş, varlıklar üzerinde olağan bir kiracı, işletmeci ya da yöneticiden daha fazla kontrol sahibi olmamalıdır. Zira satış akdinin konusu ya da nihai amacı mülkiyetin devamlı ve tam olarak alıcıya intikal ettirilmesidir (Dusuki & Mokhtar, 2010: 10, 26; Kahf & al-Saudi, 2016: 4-6; Ayub, 2017: 415-416). Bu görüş özellikle Türkiye'de ihraç edilen kira sertifikaları açısından önemli bir soruna işaret etmektedir. Belirtildiği üzere Türkiye'de, özellikle katılım bankaları, kendi finansman ihtiyaçları için ihraç ettikleri kira sertifikalarında kullanılan varlık kiralama şirketlerinin tek ortağı durumundadır. Ayrıca varlık kiralama şirketinin yöneticilerini atamakta, tüm operasyonel süreçlerini (muhasebe kayıtları, SPK ve KAP bildirimleri, işlem dokümantasyonlarının hazırlanması gibi) banka bünyesinde çalışan personeli eliyle yürütmektedir. Dolayısıyla bankanın, ilgili varlık kiralama şirketi üzerinde tam bir kontrolü olduğu aşikârdır. Yukarıda zikredilen görüş kabul edilirse katılım bankalarının varlık kiralama şirketlerine yaptığı varlık ya da hak devirlerinin, gerçek ve geçerli işlemler olmadığı sonucu ortaya çıkacaktır. Ancak Türk hukuku açısından, taraflar arasındaki bu ilişkinin tek başına işlemlerin geçersizliği sonucunu doğuracağı kolaylıkla söylenemeyecektir. Nitekim Türk hukukçularının tartışmalarında, bu meselenin bir kıstas olarak da ele alınmadığı gözlenmektedir.

İslam İşbirliği Teşkilatının da 13-18 Eylül 2012 tarihlerinde Cezayir'de yaptığı bir toplantıda, sukûk ihraçlarının İslam hukukuna uygun sayılabilmesi için dayanak varlıkların mülkiyetinin tam anlamıyla yatırımcılara aktarılması şartlarına uyulması gerektiğine dair bir karar yayımladığı ifade edilmektedir (Bayındır, 2015: 151).

Sukûk ihracında dayanak varlıkların özel amaçlı kuruma devrinin hukuki önemi konusunda East Cameron Gas firması tarafından Amerika Birleşik Devletleri hukukuna tabi ve müşareke akdine dayalı olarak gerçekleştirilen sukûk ihracıyla ilgili temerrütten doğan ihtilafa işaret edilmesi gerekir. Burada davacı, özel amaçlı kuruma yapılan devrin bir "true sale" mahiyetinde olmadığını, aksine bu işlemin bir teminatlı kredi sözleşmesi olarak değerlendirilmesi, dolayısıyla özel amaçlı kuruma devredilen varlıkların (petrol sahası kullanım hakkı-ORRI), halen kendi mülkiyetinde sayılması gerektiğini iddia etmiştir. Ancak ihtilafa bakan Amerikan mahkemesi, özel amaçlı kuruma yapılan devirle ilgili sözleşme ve diğer sukûk dokümanlarını incelediğinde, burada gerçek bir devir işlemi yapıldığını tespit ederek, yukarıdaki iddiaları reddetmiştir. Bu karara göre, kaynak kuruluşun diğer alacaklılarının özel amaçlı kuruma devredilen varlıklara müracaat hakkı ortadan kalkmıştır (Busari, 2019: 124-125; Wijnbergen & Zaheer, 2013: 18). Bu karar sukûk ihraçlarında işlem sözleşmelerinin lafızları ile içerikleri arasında gerçek bir uyum olduğunda, mahkemelerin tarafların bu irade açıklamalarına hukuki sonuç bağladığını, yine dayanak varlıkların sadece teminat amaçlı, kâğıt üzerinde devredilmesi yerine ilgili hukuk düzeninin öngördüğü şekil ve içeriği uygun olarak devredilmeleri halinde, yatırımcıların haklarının kesin şekilde korunabileceğini ve bu korumanın İslam hukukunun uygulanmadığı ülkelerde de var olacağını göstermesi açısından önemlidir.

Özel amaçlı kurumun, dayanak varlıklar üzerindeki mülkiyet hakkının mahiyet ve sonuçları da uluslararası literatürde inceleme konusu yapılmıştır. Buna göre özellikle asset backed sukûk yapısında özel amaçlı kurumun, dayanak varlıkların mülkiyetini sukûk sahipleri adına yediemin olarak elinde bulundurduğu, sukûk sahiplerinin de bu varlıklardan elde edilecek getiri üzerinde hisseli mülkiyet sahibi olduğu ve varlıkların getirilerinin sukûk sahiplerine ait sayıldığı ifade edilmektedir (Haron, Adawiah, Klopic, & Ellias, 2015: 128). Bu noktada karşımıza, uluslararası nitelikli sukûk ihraçlarının tabi tutulduğu Common Law sisteminin bir kurumu olan ve Malezya gibi sukûk piyasasının en aktif ülkesinde de uygulanan "beneficial ownership" kavramı çıkmaktadır. Bu mülkiyet türü, esasen trust kurumunun bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Özellikle uluslararası sukûk ihraçlarının hemen tamamında karşımıza çıkan bu kavram, İslam hukuku açısından da tartışılmıştır. Beneficial ownership şeklinde ifade edilen bu mülkiyetin, İslam hukukunda anlaşılması gereken tam mülkiyet olmadığını ya da geçerli bir devir olarak kabul edilemeyeceğini ileri sürenler olduğu gibi, özellikle asset backed sukûk yapısında "beneficial ownership"'in tam mülkiyet olarak kabul edilmesini savunan yazarlar da bulunmaktadır.

"Beneficial ownership" şeklindeki mülkiyet devrinin geçerli bir devir işlemi olduğunu kabul eden görüşte olanlara göre; 1) Klasik İslam hukukundaki vakıf

müessesesi, mülkiyetin birden fazla kişiye aynı anda ait olabileceğine bir delili olarak gösterilmesi mümkün olabilecektir. 2) Akit ve şartlarda ibahanın esas kabul edilmesi ve maslahat mülahazaları kapsamında, beneficial ownership kurumu İslam hukukunun temel prensiplerine aykırı görülmeyebilecektir. 3) Telcie akitleri (muvazalı akitler) ile haraç akdi de, beneficial ownership kavramına benzemekte olup beneficial ownership kurumu, bu kapsamda İslam hukuku sistemine tamamen yabancı sayılamayabilecektir. 4) Bütün bu değerlendirmeler kapsamında sukûk ihraçlarında da özel amaçlı kuruma sadece beneficial ownership'in devredilmesinin, İslam hukuku açısından mümkün ve geçerli olduğuna işaret edilmektedir. Burada devir sırasında, sukûk yatırımcılarının devredilen varlıklar üzerindeki tasarruf yetkisi, karşılıklı anlaşmayla sınırlanabilir; bu durumda sukûk sahipleri eksik (nakıs) mülkiyet sahibi olurlar. Bu görüşte olanlar buradaki eksik mülkiyeti, sukûk sahiplerinin rızasıyla kurulduğu için geçerli addetmektedir. 5) Sukûk sahipleri beneficial ownership sahibi olduğundan, temerrüt halinde rücu ilişkisinin de mülkiyetin türüne değil, taraflar arasındaki sözleşmelerde yer alan tasarruf sınırlamalarına bağlı kalacağı ifade edilmektedir (Haron, Adawiah, Klopic, & Ellias, 2015: 130, 131; Karadâğî, 2016: 294, 297). Buna göre, sukûk sahipleri "beneficial ownership" sahibi olarak konumlandırılabilecektir. Özel amaçlı kurum ise yatırımcıların vekili ve emanetçisi olarak dayanak varlıkların mülkiyetini elinde tutmaktadır. Bu görüş sahipleri, varlık üzerinde aynı anda bir "legal ownership" ve bir "beneficial ownership" kurularak bunların farklı kişilere ait olabileceğini, bu yapının İslam hukukuna aykırı sayılmayacağını değerlendirmektedir. Günümüzde Malezya hukukunda bu tür ikili mülkiyet tesisi mümkün ve geçerli kabul edilmektedir. Bilindiği üzere Türk hukukunda trust yapısı ve dolayısıyla "legal ownership" ve "beneficial ownership" şeklinde ikili bir mülkiyet kurulması mümkün bulunmamaktadır.

Dolayısıyla genel bir değerlendirme olarak sukûk ihraçlarında, dayanak varlıkların ya da hakların hukuken geçerli ve meşru yöntemlerle tam olarak özel amaçlı kuruma ve bu çerçevede sukûk yatırımcılarına devredilmesi, işlemin İslam hukukuna uygunluğu için gerekli sayılmaktadır. Aksi durumda bu varlık ya da haklardan elde edilecek getirilerin yatırımcılara ödenmesinin meşru bir dayanağı kurulamayacak ve ayrıca yatırımcılara yeterli hukuki koruma sağlanmamış olmakla malın korunması gerekliliğine dair temel ilkelere riayet edilmemiş olacaktır.

Nitekim East Cameron Gas sukûk ihracı üzerine yapılan değerlendirmelerde, bu ihraçta yaşanan temerrüt ve sonrasında ortaya çıkan yargılamanın, asset backed sukûk yapısının yatırımcılar için önemli bir koruma sağladığını, bu ihraç asset based yapısında olsaydı, yatırımcıların dayanak varlıklar üzerinde hak iddia edemeyeceğini ifade edilmektedir (Khnifer, 2010: 9, 10).

b) Türk Hukuk Literatüründe Yer Alan Görüş ve Değerlendirmeler

Özel amaçlı kurumun ve sukûk yatırımcılarının dayanak varlıklar üzerindeki hak ve alacakları, Türkiye'de de çeşitli tartışmaları ortaya çıkarmaktadır. Bu bölümde Türkiye'de gerçekleşen ve SerPK ile KST hükümlerinde düzenlenen kira sertifikası ihraçlarına ilişkin tartışmalara ve hazine sukûk ihraçlarının konuya ilişkin mahiyetine özetle yer verilecektir.

Türk hukukunda mülkiyet, sınırlı ayni haklar ile şahsi hak ve alacakların devri, işleme konu varlığın türüne göre farklı hükümlere ve şekil koşullarına tabidir. Şu halde sukûk ihraçları açısından, özel amaçlı kurum ile fon kullanıcı arasında, ihracın ve dayanakların türüne göre bahse konu şekil ve esasa dair şartlara uygun bir devir yapılması gerekecektir. Burada temel sorumluluk elbette özel amaçlı kurumdadır. Zira özel amaçlı kurum, yatırımcıların temsilcisi sıfatıyla fon kullanıcı ile sözleşmeler akdederken, yatırımcıların alacaklarının tahsil edilebilmesi için gerekli önlemleri almakla yükümlüdür. Bu çerçevede, dayanak varlık ve haklar üzerinde yatırımcılar lehine hak ve alacak tesisini de Türk hukukunun buna dair şekil ve esas kaidelerine uygun şekilde gerçekleştirmelidir. İşte bu noktada, özel amaçlı kurumun, fon kullanıcısıyla olan organik ya da idari bağlarının, bahse konu yükümlülüğü ifa etmemesine ya da eksik ifa etmesine neden olmaması beklenecektir.

SerPK'ya tabi sukûk ihraçlarında kira sertifikası sahiplerinin dayanak varlıklar üzerinde ne tür bir hakka sahip olduğu konusu Türk hukuku açısından da tartışılmıştır. Bir görüşe göre, kira sertifikası sahipleri, dayanak varlıklar üzerinde TMK md 701 anlamında "elbirliği mülkiyeti" iktisap etmiş olacaktır. Bu görüş sahiplerine göre sukûk ihraçlarında, kira sertifikalarını satın almak üzere bir araya gelen yatırımcılar, SerPK ve KST uyarınca oluşturulan sözleşmeler ile bir topluluk oluşturmaktadırlar. Bu topluluk ise TBK md 620 uyarınca bir adi ortaklık olarak nitelenebilecektir. Buna göre de TBK md 638/I hükmü uyarınca bu adi ortaklığın devraldığı varlıklar üzerinde elbirliği mülkiyeti olduğu kabul edilebilecektir. Bu görüş uyarınca VKŞ, bir adi ortaklık içinde bir araya gelmiş olan yatırımcıların oybirliği ile yetkilendirdiği yönetici/temsilci olarak nitelendirilmektedir. Bu kapsamda VKŞ, yatırımcılara ait olan varlıkları yönetecek ve temsil edecektir. Burada SPK md 61/III hükmünde yer alan varlıklar üzerindeki tasarruf sınırlamalarının da özel amaçlı kurumun bu varlıklara esasen yatırımcılar nam ve hesabına malik olmasından kaynaklandığı ifade edilmektedir. Dolayısıyla özel amaçlı kurumun sukûk işlemindeki rolü, dayanak varlıkları yatırımcılar nam ve hesabına yönetmek ve muhafaza etmek olarak kabul edilmektedir (Halaçoğlu, 2016). Konuya ilişkin diğer bir görüş ise sukûk yatırımcılarının dayanak varlıklar üzerindeki hakkının, TMK md 688'de düzenlenen paylı mülkiyet değil, dayanak varlıklar üzerinde bir tür

"ekonomik mülkiyet" hakkı" olduğudur. Bu görüş sahiplerine göre AAOIFI'nin sukûk tanımındaki "paylı mülkiyet" hakkı da hukuki anlamda bir mülkiyeti değil, sadece dayanak varlığın getirisi ve riskine katlanmayı ifade eden bir ekonomik mülkiyet hakkı anlamında sayılabilir. Görüş sahiplerine göre sukûk yatırımcıları, dayanak varlıklar üzerinde bir "ekonomik mülkiyet hakkı" iktisap etmekte ve bu durum da sukûk yapısını varlığa dayalı (asset backed) olmaktan çıkararak, varlık temelli (asset based) bir sürece dönüştürmektedir. Anılan görüş, sukûk sahiplerinin dayanak varlıklar üzerinde değil, bunların gelirleri üzerinde hak sahibi olduğunu, bu hak sahipliğinin de TMK anlamında paylı mülkiyet olarak tanımlanamayacağını öne sürmektedir (Bafra, 2016: 60, 146). Ancak bu görüşe dair gerekçelere çalışmada yer verilmemiştir. Sukûk sertifikası sahiplerinin dayanak varlık ve haklar üzerindeki mülkiyet türünün ekonomik mülkiyet olarak nitelenmesi görüşü Çatakoğlu (2015: 245-247) tarafından da kabul edilmektedir. Yazar, dayanak varlık ve hakların sukûk yatırımcılarından temin edilen sermaye ile iktisap edilmesi nedeniyle sukûk sahiplerinin bu varlık ve haklar üzerinde hukuken değil ancak ekonomik olarak mülkiyet sahibi sayılabileceğini ifade etmektedir. Ancak kanaatimizce VKŞ'nin varlıklar üzerindeki hakkını, ekonomik mülkiyet olarak kabul edersek, VKŞ'nin bunları satıp, alacağına mahsup etmesi mümkün olamayacaktır. Hâlbuki sukûk ihracında, varlıkların mülkiyeti VKŞ'ye geçerli hukuki işlemlerle tam olarak devredilmelidir. Türk hukukunda SerPK ve KST hükümleri de esasen bu şekilde gerçek bir devrin yapılmasını gerektirmektedir.

Konuya ilişkin diğer bir görüş ise KST'deki tanımdan ve buradaki ihraç türlerine dair düzenlemelerden hareketle kira sertifikalarının, sahiplerine ilgili dayanak varlıklar üzerinde doğrudan bir mülkiyet hakkı veya vadede mülkiyetin kendilerine devrini talep hakkı sağlamayacağı yönündedir. Bu görüşte olanlara göre, yatırımcıların dayanak varlık ya da haklar üzerinde hak sahipliği bulunmamakta, ancak bunlardan elde edilecek gelirler payları oranında sertifika sahiplerine ait olmaktadır. Buna göre sadece sahipliğe dayalı sukûk ihracında, kaynak kuruluşun ihraç kapsamındaki borçlarını ödememesi haliyle sınırlı olarak VKŞ, mülkiyeti kendisine ait olan varlığı satarak yatırımcıların alacaklarını tahsil edebilecektir. Dolayısıyla varlık üzerinde hak sahipliği sınırlı ve istisnai hallerde söz konusudur (Özdemir, 2013, s. 385; Kulak, 2014: 64). Başka bir değerlendirme ise dayanak varlıklar üzerinde hak sahibi olan tarafın yatırımcılar değil, sadece varlık kiralama şirketi olduğu şeklindedir. Buna göre SPK md 61 ile Kira Sertifikaları Tebliği'nin 3/h, 5/1 ve 5/2 (a) hükümlerinin lafzı itibariyle, sahipliğe dayalı kira sertifikalarında, dayanak varlığın mülkiyetin varlık kiralama şirketine intikal edecek dolayısıyla sertifika sahipleri varlığın aynı üzerinde mülkiyet hakkı kazanamayacaktır. Sertifika sahipleri ancak

varlıktan elde edilecek gelir üzerinde hak sahibi sayılacaklardır. Anılan görüşe göre herhangi bir şekilde kaynak kuruluş ya da VKŞ'nin ödemede temerrüde düşmesi halinde kira sertifikası sahipleri, doğrudan dayanak varlıklara müracaat edemeyecek, dayanak varlığın satışı yoluyla paraya çevrilmesini ancak varlık kiralama şirketinden talep edebilecektir. Dolayısıyla SerPK md 61/1 ve KST 4/4 hükümleri uyarınca sukûk sahiplerinin talep hakkı dayanak varlıklar üzerinde değil, bunların getirisi üzerindedir (Berktaş Yüksel, 2020: 160). Konuya ilişkin bir başka görüş ise sertifika sahiplerinin dayanak varlıklar üzerindeki hakkının, TMK'de düzenlenen alacak rehnine benzetilebileceği, ancak rehin hakkının ancak SerPK'da yer alacak açık bir hükümle tesis edilebileceği için, burada bir alacak rehni olduğunun söylenemeyeceği şeklindedir. Bu görüşe göre SerPK ve KST hükümlerindeki düzenlemelerin teminat amaçlı olduğu nazara alınarak bu hakkı, TMK'de düzenlenmeyen türde yeni bir teminat olarak kabul etmek gerekmektedir. Burada sukûk sahipleri ile fon kullanıcı arasındaki hukuki ilişkinin de sonuca katılmalı ödünç ve adi ortaklık unsurlarını içinde barındıran, ancak her iki sözleşmenin de tüm unsurları bulunmadığı için saf sonuca katılmalı ödünç ya da adi ortaklık olarak nitelenemeyecek, kendi özgü (*sui generis*) bir sözleşme ilişkisi olarak kabul edilebileceği ifade edilmektedir. Bu görüşe göre kira sertifikaları, borçlanma aracı olarak kabul edilmeli ve sertifika sahipleri de fon kullanıcıya sermaye sağlayan alacaklı olarak nitelenmelidir (Çatakoğlu, 2015: 61, 173).

Kanaatimizce, SerPK 61 ve KST hükümleri bir arada değerlendirildiğinde ve sukûk işleminin İslami finansın bir aracı olarak kabul edilmesi nazara alındığında, dayanak varlıklar üzerinde yatırımcıların, elbirliği halinde malik olarak kabul edilmeleri mümkün olmalıdır. Diğer ifadeyle dayanak varlık ve hakların, ihracın türüne göre uygun yöntemlerle yatırımcılara devri, bu sayede yatırımcıların bu varlık ve hakların getirilerinden faydalanmasının temini sağlanmalıdır. Bu devrin, taraflar arasındaki açık devir anlaşmalarıyla gerçekleşmesi mümkün olduğu gibi dolaylı temsil ya da inançlı işlem[17] kurumları aracılığıyla da varlıklar üzerinde yatırımcılar lehine hak ve alacaklar tesis edilmesi söz konusu olabilecektir. Aksi durumun, SerPK ve KST düzenlemelerine aykırılık oluşturacağı kanaatindeyiz.

İnançlı işlemler çoğunlukla iki ana kategoriye ayrılmaktadır. Bunlar a) saf inançlı işlemler ve b) karma inançlı işlemlerdir. Bu ayrımın temeli ise ulaşılmak istenen amaçtır. Buna göre inançlı işlemde, inanılan taraf inanç konusu şey üzerindeki hakka inananın ya da üçüncü bir kişinin menfaati için sahip olacaksa

17 İnançlı işlem kavramı, Türk hukukunda mevzuat düzenlemeleri arasında yer almasa da gerek Yargıtay gerekse doktrin, inançlı işlemleri kabul etmekte ve bunların belirli şartlar altında geçerli saymaktadır (Yargıtay 05.02.1947 tarihli ve 20/6 sayılı Yargıtay İnançları Birleştirme Kararı).

buna saf inançlı işlem denilmektedir. Burada inanılan, inanç konusu şeyle ilgili tasarruflarını, ilgili menfaat sahibi inanan ya da üçüncü kişinin talimatlarına uygun olarak gerçekleştirecektir.

Karma inançlı işlemler ise inanç konusu şeyin doğrudan inanılanın menfaatini temin için gerçekleştirilmektedir. Burada inanılan, inanç konusu şeye sadece kendi menfaati için sahip olmaktadır (Yılmaz & Pınar, 2019: 968-970).

Sukûk işlemlerine dair sözleşmelerin ve özelde dayanak varlıkların varlık kiralama şirketine devrinin inançlı mülkiyet esaslarına dayandığı, farklı yazarlar tarafından da savunulmaktadır (Tekin, A. 2017: 163). Yazar kira sertifikalarını yatırım fonu katılma belgelerine, varlık kiralama şirketlerini ise yatırım fonlarına benzetmek suretiyle, mevzuatta açıkça yazılı olmasa da sukûk işlemlerinin temelinde inançlı mülkiyet esasının bulunduğuna ve varlık kiralama şirketinin yatırımcıların temsilcisi olarak hareket ettiğine işaret etmektedir. Berktaş Yüksel (2020: 169, 170) de, özel olarak sahipliğe dayalı kira sertifikası ihracı işlemini, Türk hukuku açısından "saf inançlı işlem" olarak nitelemenin mümkün olduğu görüşündedir. Yazar, kira sertifikası işlemlerinde kaynak kuruluş ile varlık kiralama şirketi arasındaki alım satım sözleşmelerinin inançlı işlem olarak kabul edilebileceğine ve bu ilişkiye en yakın müessesenin vekâlet olduğuna işaret ederek, taraflar arasındaki sözleşmelerde aksi yorum yapmayı gerektirecek hükümler olmadığı sürece TBK'nın vekâlet hükümlerinin kıyasen uygulanması gerektiğini ifade etmektedir (Berktaş Yüksel, 2020: 175). Türkiye uygulamasındaki kira sertifikaları incelendiğinde, bunların neredeyse tamamına yakınının aslında vekâlet ilişkisine dayalı olarak ihraç edildiği ve taraflar arasındaki sözleşmelerde de bu ilişkinin açıkça zikredilerek, fon kullanıcının "yönetici vekil" ya da "vekil" şeklinde tanımlandığı gözlenmektedir.

Dayanak varlıkların mülkiyetinin nakli konusu HMVKŞ'nin sukûk ihraçları açısından da tartışmaya değer niteliktedir. Zira bunlar esasen devlete ait mallardır. Bu noktada Türk İdare Hukuku açısından devlete ait mallara daha yakından bakmak faydalı olacaktır.

Devlete ait malların genel olarak iki ana kategoriye ayrıldığı kabul edilmektedir. Bunlardan ilki kamu malları olarak ifade edilen mal ve varlıklardır. Kamu malları esasen toplumun tümünün ya da bir kısmının kullanımındaki veya kamu hizmetlerinde kullanılan mallardır. Bu gruba doğrudan kamu hizmetinin görülmesine ayrılan hizmet ve yönetim binaları gibi hizmet malları; kamunun ortak kullanımında olan mera, yayla, yol ve meydanlar gibi orta malları ile devletin hüküm ve tasarrufunda olup kimseye ait bulunmayan ormanlar, sahiller gibi sahipsiz mallar girmektedir.

Kamu mallarının kural olarak herhangi bir yolla özel mülkiyete bırakılamayacağı, taşınmaz için tapuya tescil edilemeyeceği ve kamulaştırılamayacağı

kabul edilmektedir. Bunlardan yararlanma yine kural olarak ücretsizdir. Bunlar yasalarla özel korumaya alınmışlardır ve bunlarla ilgili uyuşmazlıklarda idari yargı görevlidir. Kamu mallarının mülkiyet devri dışında medeni hukuk tasarruflarına konu olup olamayacağı konusunda ise doktrinde kamu malının niteliğine göre bir ayrım yapıldığı tespit edilmektedir. Örneğin hizmet mallarının belirli amaçlarla kira ilişkilerine konu edilebilmesi mümkün görülmektedir (Şimşek, 2014: 94; Söyler, 2011: 63). Bu kapsamda 4342 sayılı Mera Kanununun 4/3 maddesine göre meraların kiralanması mümkün olabilmekteyken orman alanlarının herhangi bir özel hukuk işlemine konu edilmesi Anayasanın 169. Maddesi uyarınca mümkün değildir. Yukarıdaki kamu malları sınıflandırması Kadastro Kanunu'nun 16. Maddesinde örnekleme yoluyla yer almaktadır.

İkinci kategoride ise devletin özel malları ya da kamunun özel malları olarak tabir edilen taşınır ve taşınmazlar bulunmaktadır. Devletin özel malları nitelikleri itibariyle, kamu hizmetine tahsis edilmemiştir ve kamu hizmeti ile doğrudan ilgili değillerdir. Ancak bunların, kamuya sağladıkları gelirler yoluyla dolaylı olarak kamu yararını tesis ettiği ifade edilmektedir. Bunlar sahibi olan kurum ya da kuruluşlar tarafından özel hukuk işlemine konu edilebilmektedirler. Bu anlamda örneğin satılabilirler, kiraya verilebilirler ya da üzerlerinde ayni haklar kurulabilir. Taşınmazlar açısından tapu kütüğüne ilgili kurum adına kaydedilirler, yönetimleri özel hukuk hükümlerine tabidir ve uyuşmazlıklarda adli mahkemeler görevlidir (Şimşek, 2014: 95). Doktrinde bu malların haczedilebilir olup olmadıklarında dair farklı yaklaşımlar varsa da bunların kural olarak haczedilemeyecekleri, ancak kamu hizmetine tahsis edilmemiş iseler hacizlerinin mümkün olacağı kabul edilmektedir (Palamut, 1999: 85, 86; Söyler, 2005: 47, 311; Arslan, 2017: 61; Üstündağ, 2000: 215 dipnot 519a-521). Devletin özel mallarının haczi konusu yargı kararlarında da konu olmuş ve yargı makamları devletin özel mallarından elde edilen gelirlerin ve kamu hizmetine tahsis edilmemiş taşınmazların haczedilebileceğine karar vermiştir (Danıştay 3. Dairesi, 2003). Yukarıdaki ayrım açısından kira sertifikası ihraçlarına dayanak olarak gösterilecek varlıkların öncelikle kamu malı statüsünde olmaması gerekmektedir. Zira kamu mallarının satış, kira, geri satın alma gibi özel hukuk işlemlerine konu edilmeleri mümkün değildir.

Benzer tartışmaların, diğer ülkelerde kamu otoritelerinin gerçekleştirdiği sukûk ihraçları açısından da ortaya çıktığı tespit edilebilmektedir. Örneğin Endonezya hukukuna göre kamu faaliyetlerinde kullanılan devlet mallarının üçüncü kişilere intikali mümkün olamadığından, hazine sukûk ihraçlarında özel amaçlı kuruma gerçek bir satış yapılmasının yasalarla engellenmiş olduğuna işaret edilmektedir (Nazar, 2015: 139, 140). Türkiye açısından Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından yayımlanan kira sertifikası yatırımcı kılavuzlarında,

dayanak varlıklarla ilgili bilgi yer almıyorsa da, kılavuzlarda anlatılan yapıda dayanak varlık olarak kullanılan taşınmazların tapuda HMVKŞ adına tescil edileceği bilgisi yer almaktadır. Bu bilgiye istinaden, dayanak varlık olarak kullanılan taşınmazların, üzerinde özel hukuk işlemleri yapılamayacak olan kamu malı niteliğinde değil, devletin özel malları kategorisinde olduğu kabul edilebilecektir.

Ancak bu noktada karşımıza KFBYK'da yer alan dayanak varlıkların "takip ve ceza hukuku ve diğer mevzuat uygulaması bakımından devlet malı sayılması" hükmü çıkmaktadır. KFBYK'nın 7. maddesinin ikinci fıkrasındaki bu düzenlemede, dayanak varlıkların devlet malı niteliğinden bahsetmekte, ancak bunların yukarıda zikredilen hangi kategoriye dâhil olduğu hakkında bilgi yer almamaktadır. Öncelikle Kanunun 7/A maddesinde, anılan varlıkların devlet malı niteliğinde olduğuna dair hükmün neden yer aldığını incelediğimizde, bu tanımlamanın maddenin Kanuna ilave edildiği 13.06.2012 tarihli ilk metninde bulunmadığı tespit edilmektedir. Bahse konu tanımlamanın bulunduğu ikinci fıkra, maddeye 03.04.2013 tarihli 6456 sayılı Kanunun 2. maddesi ile ilave edilmiştir. Bu tadil metnine dair TBMM'ye sunulan Kanun Teklifi'nin Genel Gerekçesi incelendiğinde, dayanak varlıkların devlet malı sayılmasına dair ilavenin amacı "bu varlıkların devlet malı statüsünün ihraç süresince muhafaza edilmesi" olarak ifade edilmektedir. Şu halde Kanun koyucu, esasında 2. maddede zikredilen kurumlara ait ve devlet malı statüsünde bulunan dayanak varlıkların, özel hukuk tüzel kişiliğini haiz bir anonim şirkete devredildiğinde, bu statüsünün devam etmesini temin etmek istemektedir. Bu durumda, ihraca konu varlık henüz kaynak kuruluş mahiyetindeki kamu kurumuna aitken, kamu malı mıdır yoksa devletin özel malları mahiyetinde midir? Bu sorunun cevabının devletin özel malları arasında kabul edileceği şeklinde olması gerekir. Zira ifade ettiğimiz üzere, bunlara kamu malı denirse, HMVKŞ'ye devredilmeleri olanaklı olmayacaktır. Bu durumda devletin özel malı niteliğini haiz olan bu taşınmazlar, kanun hükmü uyarınca HMVKŞ'ye devirden sonra da aynı niteliğini devam ettirecektir. Bu durumda ise esasen haczedilmelerinin mümkün olduğunu kabul etmek gerekecektir. Ancak 4749 sayılı Kanunda açıkça "takip hukuku bakımından" devlet malı sayılma vurgusu yapıldığından, devletin özel malı mahiyetinde olmalarına rağmen bu varlıkların İİK ya da AATUHK hükümlerindeki haczedilemezlik korumasından yararlandıkları sonucuna ulaşılabilecektir. Dolayısıyla kira sertifikası ihracına konu varlıklar, kanun koyucu tarafından ilave ve özel bir hukuki korumaya da alınmış olmaktadır. Diğer ifadeyle bu varlıklar, HMVKŞ'ye ve bu kapsamda kira sertifikası sahiplerine olağan bir mülkiyet devri işlemiyle intikal etmemekte, HMVKŞ elinde sınırlı bir tasarruf yetkisiyle tutulabilmektedir. Nitekim 4749 sayılı Kanunda 2013

yılında yapılan değişikliğin gerekçesi incelendiğinde, bu Kanun kapsamında yapılan devir ve kiralamaların "benzer diğer devir ve kiralama işlemlerinden farklı olarak finansman amacıyla" gerçekleştirildiği açıkça ifade edilmektedir. Böyle olduğu için de kira sözleşmelerinin TBK hükümlerine tabi olmayacağı hükmü getirilmiştir. Gerekçeye göre, varlık kiralama şirketinin yegâne fonksiyonu kira sertifikası ihracını gerçekleştirmektir ve buna göre idari bir harcaması ve personeli bulunmamaktadır. Bu nedenlerle de defter tutma, beyanname verme, TOBB'ye ya da Borsalara üye olma gibi yükümlülükleri olmayacağına dair hükümler ihdas edilmiştir.

Dolayısıyla Hazinenin kira sertifikası ihraçlarında Bakanlık tarafından HMVKŞ'ye yapılan satış işleminin amacının, taşınmazların mülkiyetinin yatırımcılara gerçekten intikal ettirilmesi olmadığı kabul edilebilecektir. Nitekim yatırımcı kılavuzlarında kira sertifikasına ilişkin tanımlamalar incelendiğinde, bu tanımda da yatırımcıların varlıklar üzerindeki hakları mülkiyet olarak değil bunlardan elde edilen gelirlerden pay alma şeklinde açıklanmaktadır. Yatırımcı Kılavuzlarında yer alan, HMVKŞ'nin ilgili taşınmazları eş değerli bir varlıkla takas etme, satın alma ve satma gibi yollarla tasarruf etme yetkisinin, kira sertifikası ihraçlarında sıklıkla uygulanan dayanak varlıkların ikamesine dair bir yetki olarak anlaşılması gerektiği kanaatindeyiz. Dayanak varlıkların beklenen getirileri karşılayamaması ya da başkaca bir nedenle farklı bir varlıkla değiştirilebilmesi uluslararası sukûk ihraçlarında da karşılaşılan bir düzenlemedir. Buna göre ihraç aşamasında özel amaçlı kurum ile kaynak kuruluş, önceden belirledikleri (varlığın hasara uğraması, getiri üretme kapasitesinin beklenenin altına düşmesi gibi) hallerde ihraç anında seçilen dayanak varlıklar, kaynak kuruluşa ait başka varlıklarla (elbette beklenen getiriyi temin edebilecek nitelikte olanlarla) değiştirebilmektedir. Yatırımcı kılavuzunda buna dair ayrıntılı bilgi yoksa da Bakanlık ile HMVKŞ arasındaki sözleşmelerde de benzer hükümlerin yer aldığı anlaşılmaktadır. Bahse konu bilgilendirme cümlesinden, HMVKŞ'nin dayanak varlıklar üzerinde tam bir tasarruf yetkisini haiz olduğu ve varlıkları dilediği şekilde tasarruf edebileceği anlamının çıkarılabilmesi mümkün görünmemektedir.

Konuya ilişkin olarak kamu iktisadi teşebbüslerinin elindeki varlıkların HMVKŞ'ye devri suretiyle gerçekleşecek ihraçlarda, bu devrin bedelli olarak yapılması gerekeceği, merkezi idarenin varlıklarının ise HMVKŞ'ye bedelsiz devrinin tercih edileceği, bugüne kadar yapılan ihraçlarda da bu şekilde merkezi idare ile HMVKŞ arasında bedelsiz devirlerin yapıldığına işaret edilmektedir (Çobanoğlu, 2020: 67).

c) İslami Finans Literatüründe Yer Alan Görüş ve Değerlendirmeler

Bir sukûk işleminin İslami finans ilkelerine uygun olarak gerçekleştirilebilmesi için, sukûk ihracına dayanak olan mal, menfaat ya da ortaklık payının mülkiyetinin sukûk yatırımcılarına intikal etmesi gerektiği ifade edilmektedir. Dayanak varlıkların sukûk yatırımcılarının mülkiyetine geçmemesi halinde, işlem gerçek bir sukûk ihracı olarak değerlendirilememekte ve malik olunmayan varlıklardan elde edilecek gelirler, kullandırılan kredi dolayısıyla iktisap edilen kazanç olarak nitelenmektedir. Bu tür bir kazanç da İslam hukukunda meşru görülmemektedir. Bu kapsamda, bir satım akdinin temel özelliği, malın mülkiyetinin sürekli olarak satıcıdan alıcıya intikal etmesi ve alıcının mülkiyet hakkına istinaden malda dilediği gibi tasarruf edebilmesi şeklinde ifade edilmektedir. Aynı kapsamda, dayanak varlıkların mülkiyetinin sukûk yatırımcılarına intikal etmesi sağlanacağı için, yatırımcıların mülkiyetten kaynaklanan sorumlulukları (örneğin malın bakım onarım masraflarına, ziya riskine katlanma gibi) üstlenmiş olmaları gerektiği de kabul edilmektedir (Bayındır, 2016: 841; Durmuş, 2010: 153, 154). Bu görüşlere göre sukûk ihraçlarının belirli bir vadeye bağlı olması ve dayanak varlıkların mülkiyetinin sadece vade içinde VKŞ'de kalması (vade sonunda bunların kaynak kuruluşa iade edileceğinin kararlaştırılması) halinde, ilgili varlıkların mülkiyeti aslında ebedi olarak değil geçici olarak VKŞ'ye aktarılmış olacaktır. Bu durumda da ortada gerçek bir mülkiyet devri olmadığına ve bunun mülkiyetin nakline ilişkin kurallara aykırılık oluşturacağına işaret edildiği tespit edilmektedir. Benzer şekilde varlıkların bakımı, onarımı ve korunması gibi sorumlulukların, mülkiyet ile birlikte malike intikal etmesi gerektiğine işaret edilerek, bu işlemlere dair masrafların fon kullanıcıya bırakılmasının da mülkiyetin aslında VKŞ'ye geçmediğini göstereceği ve dolayısıyla işlemin İslami finans prensiplerine uygunluğu konusunun tartışmaya açık olacağı da ifade edilmektedir.

İslam hukukunda taşınır ve taşınmaz mal ayrımı olmaksızın mülkiyetin naklinin, taraflar arasındaki devre dair sözleşmenin inikadı ile gerçekleştiği kabul edilmektedir. Diğer ifadeyle, taraflar arasında geçerli ve şarta bağlı olmayan bir sözleşme kurulduğunda, başkaca bir merasime gerek olmaksızın mülkiyet alıcıya intikal etmektedir (Karaman, 2016c: 204-205). Dolayısıyla tüm sukûk ihraçları açısından dayanak varlıkların özel amaçlı kuruma ya da yatırımcılara aktarılmasına bu ilkelerin gözetilmesi gerekecektir. Nitekim dayanak varlıkların mülkiyetinin HMVKŞ'ye devri şeklinde gerçekleştirilen hazine sukûk ihraçlarına getirilen eleştiriler incelendiğinde, temel sorunlardan birinin ilgili varlıkların HMVKŞ'ye gerçek bir satışla devredilmemesi olarak görüldüğü anlaşılmaktadır. Anılan ihraçlarda dayanak varlıkların satışı, geri kiralanması ve vade sonunda geri alınması işlemlerinin bir zorunluluk olması, varlıkların

bakım ve onarım yükümlülüğünün HMVKŞ'de olmaması ve kira gelirlerinin ilgili taşınmazın ekonomik durumundan ziyade güncel faiz oranları nazara alınarak belirlenmesi gibi şartlar, ortada gerçek bir satış olmadığı değerlendirme ve eleştirilerine neden olmaktadır.

İslam hukukçuları, özellikle icare sukûk yapısında (Türk hukukunda sahipliğe dayalı sukûk ihraçları icare akdine dayanmaktadır), kaynak kuruluş ile VKŞ arasındaki devir ve geri kiralama işlemlerini, "*bey' bi'l vefa"* ve "*bey' bi'l istiğlal"* akitleri olarak değerlendirmektedir. Bu nedenle de anılan sukûk ihraçlarının, tahvil ve bonolara benzediği eleştirileri dile getirilmektedir (Bayındır, 2016: 843). Sukûk ihraçlarında VKŞ ile kaynak kuruluş arasındaki alım satım sözleşmelerinin "*bey' bi'l vefa"* ve "*bey' bi'l istiğlal"* ya da "*bey'l îne"* şeklinde yapıldığına dair eleştiriler, uluslararası literatürde de karşımıza çıkmaktadır (Al-Amine, 2008: 7; Jabeen & Javed, 2007: 411). Ancak bazı kaynaklarda kira sertifikasına ilişkin sözleşmeleri, klasik İslam hukuku sözleşme türlerinden farklı, atipik sözleşmeler olarak değerlendirmek gerektiği de ileri sürülmektedir. Buna göre sukûk ihraçlarında karşımızda karz, rehin, satım ve kira gibi sözleşmelerden oluşan karma bir yapı bulunduğundan, bunlar atipik olarak nitelenecek yeni işlem türü olarak kabul etmek gerektiği ifade edilmektedir (Kulak, 2014: 50; Samar, 2019b: 323).

5.2.4.2. Dayanak Varlık ve Hakların Değeri Sorunu

İhraç sırasında dayanak varlıkların değerinin gerçekte olduğundan farklı gösterilmesi, örneğin değerinden daha yüksek bir bedelle özel amaçlı kuruma devri veya varlığın değerinin artacağı öngörüsüyle devir bedelinin arttırılması, ancak bu artış öngörüsünün gerçekleşmemesi şeklinde ortaya çıkabilecektir. Bu tür bir sorunun en temel sonucunun, olası bir temerrüt halinde sukûk yatırımcılarının en önemli hatta belki tek teminatının, bu özelliğini yitirmesi olacağına işaret edilmektedir (Özdemir, 2013: 392-394). KST md 11 uyarınca sahipliğe, ortaklığa ve eser sözleşmesine dayalı ihraçlarda, SPK tarafından yetkilendirilmiş değerleme kuruluşlarınca uluslararası değerleme kurallarına göre değer tespiti yapılmak zorundadır. Yine bu ihraçlarda, ihraç tutarının tespit edilen değerin %90'ını aşması da mümkün olamayacaktır. Bu açıdan anılan ihraçlar için "gerçek değer" riskinin bulunmayacağı söylenebilir. Alım satıma dayalı ihraçlarda ise dayanak olarak ancak borsa ve organize piyasalarda işlem gören varlıklar kullanılabileceği ve alım/satım işlemleri de ihraç anında tamamlanacağı için bu tür bir gerçek değer riski ortaya çıkması muhtemel değildir. Yönetime dayalı ihraçlar ise bu açıdan en dikkate değer işlem türüdür. Zira KST md 5 uyarınca bu ihraç türünde, dayanak varlıkların mülkiyeti VKŞ'ye intikal de etmediği için burada gerçek değerin esas alınmadan ihraç yapılması olasılığı söz konusu

olabilecektir. Bu nedenle yönetim sözleşmesine dayalı ihraçlarda, mevzuat gereği zorunlu olmasa da değerleme raporlarının diğer türlerde olduğu gibi SPK lisanslı değerleme kuruluşlarından alınması uygun bir tedbir olacaktır. Burada varlık kiralama şirketlerinin, yatırımcılar ile arasındaki temsil ya da vekâlet ilişkisi çerçevesindeki "özen borcu" uyarınca, bahse konu değerlemelerin sağlıklı bir şekilde yapılmasını takip etmesi beklenecektir.

Hazine sukûk ihraçları açısından ise yukarıda işaret edildiği üzere asıl mesele dayanak varlıkların belirsizliği olarak görünmektedir. Yatırımcılar açısından, bahse konu dayanak varlıklar bilinmediği için bunların gerçek değeri ya da olası değer kayıpları hakkında da bilgi sahibi olunamamaktadır. Bu kapsamda ihraca dayanak varlıkların genel ekonomik gelişmelerden kaynaklanan değer değişimlerinin de ilgili ihraçlarda dikkate alınmadığına işaret etmek gerekir. Türkiye'de taşınmaz değerlerinin genel olarak artma eğiliminde olduğu bilinmektedir. Oysa hazine sukûk ihraçlarında, vade sonundaki özel amaçlı kurumdan kaynak kuruluşa yapılan devir işlemlerinde, en azından yatırımcı kılavuzlarındaki getiri hesaplama formüllerine göre bu artışların da dikkate alınmadığı söylenebilecektir. Bu nedenle de hazine sukûk ihraçlarında, dayanak varlıkların değerinin, yatırımcılar açısından finansal bir risk oluşturmayacağı söylenebilecektir.

5.2.4.3. Dayanak Varlık ve Hakların Hasar ya da Ziyaı

Bu kapsamda ortaya çıkabilecek riskler, dayanak varlıkların, ihracın vadesi süresince fon kullanıcı ya da kaynak kuruluş tarafından kullanılmaya devam edilmesi nedeniyle olağan yıpranma ya da değer azalmalarına maruz kalmasıdır. Bu kapsamda dayanak varlıkların, doğal afetler ya da hırsızlık/gasp gibi suça konu eylemler nedeniyle kısmen ya da tamamen yok olması veya değerinin azalması da söz konusu olabilecektir. Bu tür risklerin azaltılması için sigorta temel bir güvence olarak karşımıza çıkmaktadır. KST bu konuda bir zorunluluk getirmemişse de uygulamada kaynak kuruluşlar, kendi varlıklarını sigortalatmış olduklarından, bu sigortaların sukûk ihraçlarında da kullanımı genel bir teamül haline gelmiştir. Elbette bir İslami finans kurumu olması açısından özel amaçlı kurumların bu sigortaları İslami finansın kabul ettiği bir sigorta sistemi üzerinden yaptırması talep edilebilecektir.

Bu kapsamda, dayanak varlıkların düzenli bakım ve onarımlarının yapılması, fiziki güvenlik tedbirlerinin alınması, özel servis hizmeti alınması gereken varlıklar için bu hizmetlerin zamanında sağlanması da bahse konu tedbirler olarak değerlendirilebilecektir. İhraca ilişkin sözleşmelerde, genel uygulama olarak bu iş ve hizmetlerin temini kaynak kuruluşun sorumluluğuna bırakılmaktadır. Bu noktada kaynak kuruluşun bu yükümlülüğünü yerine

getirmemesi, dayanak varlıkların değerini azaltacağından bu durumun sukûk sahipleri için bir risk faktörü olarak ortaya çıktığı ifade edilmektedir (Özdemir, 2013: 394, 395). KST hükümlerinde, bu harcamaların kim tarafından yapılacağı düzenlenmemekte ancak Tebliğin 13/8 maddesi uyarınca VKŞ'nin bu tür harcamaları yapma yetkisi olduğuna işaret etmektedir. Esasen, KST'de bu hususta özel bir düzenleme bulunmaması, Türk hukukunda bu konunun düzenlenmediği anlamına gelmemektedir. Zira VKŞ'nin, sukûk ihracı için kaynak kuruluş ya da fon kullanıcı ile akdedeceği sözleşmeler, türlerine göre TBK, TTK ve TMK'da yer alan hükümlere tabi olacaktır. Bu kanunlar da her bir sözleşme özelinde bakım ve onarımın kimin sorumluluğunda olduğunu kural olarak tarafların iradesine bırakmış, tarafların belirleme yapmaması halinde uygulanacak kuralları da düzenlemiştir. Kanaatimizce VKŞ, vekil sıfatıyla yüklendiği özen borcu çerçevesinde, ihraca ilişkin sözleşmelerinde bu konuları düzenlemeli ve yatırımcıların olası zararlarının önlenmesi zımnında tedbirlerin alınmasını da gözetmelidir. HMVKŞ açısından ise bu konu KFBYK ile düzenlenmiştir. Kanunun 7/A maddesine göre ihracın dayanağı olan varlıkların bakımları, onarımları ile bunlara ilişkin işletme, inşaat ve benzeri faaliyetler bu varlıkları kullanmaya devam eden kuruluşlarca yapılacak ve bunlardan kaynaklanacak harcamalar anılan kuruluşların bütçesinden ödenecektir. Dolayısıyla HMVKŞ ya da yatırımcıların bu kapsamda bir sorumluluğu bulunmayacaktır.

5.2.4.4. Dayanak Varlık ve Haklar Üzerinde Üçüncü Kişilerin Hak ya da Alacak İddiaları

Türkiye'de özel sektör ihraçlarında bugüne kadar karşılaşılmış bir durum olmamakla birlikte, kamu ihraçlarına ilişkin yargıya intikal eden işlemlerde, dayanak varlıkların mülkiyeti konusunda kamu kurumlarının kendi aralarında ihtilaflar çıktığı ve dayanak varlıkların aslında kaynak kuruluşa ait olmadığının iddia edildiği tespit edilebilmektedir. Aşağıda bu kararlara ilişkin kısa bilgi ve değerlendirmelerimiz yer alacaktır.

Ankara Bölge Adliye Mahkemesi (BAM), 17. Hukuk Dairesinin (HD)., E. 2019/725, K. 2019/821 ve T. 2.7.2019 sayılı kararına konu bir olayda, özetle HMVKŞ tarafından gerçekleştirilen bir sukûk ihracına dayanak olarak SGK Genel Müdürlüğü tarafından Maliye Bakanlığına devredilen taşınmazların seçildiği anlaşılmaktadır. Ancak Ankara Büyükşehir Belediye Başkanlığı, davaya konu taşınmazın SGK Genel Müdürlüğü adına kayıtlı olduğu dönemde kamulaştırmasız el atma prosedürü çerçevesinde mahkemece el atma bedeline hükmedildiğini, bu bedelin ödenmek üzere tahakkuka bağlandığını, ancak mahkeme kararında kendi adına tescile dair hüküm kurulmadığından kendi adına tescilin yapılamadığını, taşınmazın SGK tarafından Maliye Bakanlığına

devredildiğini, bu kapsamda Maliye Bakanlığı adına yapılan tapu kaydının iptali ile taşınmazın kendi adına tescilini talep etmiştir. Diğer ifadeyle davacı belediye, sukuk ihracına konu olan ve HMVKŞ adına tescil edilen taşınmazların aslında kendi mülkiyetinde olduğuna karar verilmesini istemiştir. İlk derece mahkemesi HMVKŞ adına kayıtlı tapu kaydının iptal edilerek davacı adına tesciline karar vermiştir. Maliye Bakanlığı karara karşı istinaf müracaatında bulunurken, taşınmazın davacı adına tescil edilmesine esas açısından itiraz etmemekte, bu tescil işleminin kira sertifikalarının vadesinin dolmasından sonra yapılması gerektiğini ileri sürmektedir. Ankara BAM istinaf incelemesinde taşınmaz malikinin belirlenmediği ve taşınmazın fiili durumunun yeterince incelenmediği gerekçeleriyle ilk derece mahkemesi kararını kaldırarak dosyayı mahkemesine iade etmiştir (Lexpera, 2019a).

Bu karardan hazine sukûk ihraçlarına ilişkin temel eleştirilerden biri olan dayanak varlıkların belirsizliği sorununun kısmen giderilmesi mümkün olabilecektir. Zira bu karar bize sukûk ihraçları kapsamında ilgili tapu sicilinde gerekli devir ve tescil işlemlerinin yapıldığını, yine dayanak varlık olarak seçilen taşınmazların da ekonomik fonksiyonu olan varlıklar olduğunu en azından bu işlem özelinde göstermiş olmaktadır. Kararın gerekçesinden bu taşınmazın tapu kaydında bir üniversiteye tahsisli olduğuna dair belirtme olduğu anlaşılmaktadır. Kararın ikinci dikkate değer yönü Maliye Bakanlığının savunmasında yer alan ve yapılan işlemlere dair değerlendirmedir. Anılan savunmada HMVKŞ'ye yapılan tapu devirlerinin nihai satış mahiyetinde olmadığı vade sonunda taşınmazların Maliye Hazinesi'ne intikal edeceği ifade edilmektedir. Bu savunma esasen 4749 sayılı Kanunu düzenlemesine uygun niteliktedir.

İstanbul Bölge İdare Mahkemesi (BİM), 5. İdari Dava Dairesinin (İDD), E. 2019/753, K. 2019/1196 ve T. 2.4.2019 sayılı kararına konu olan bir başka kamu sukûk ihracında ise ihraca dayanak olan taşınmazlar üzerinde, davacı gerçek kişilerin gecekondu mahiyetinde konut ve depo alanları olduğu anlaşılmaktadır. Davacılar, idare tarafından aleyhlerine yürütülen tahliye işleminin iptaline ilişkin olarak bu davayı açmıştır. Davacılar, bahse konu taşınmazla ilgili kendilerine tapu tahsis belgesi verildiğini, bu alanı fiilen (kendileri ve kiracıları tarafından) kullandıklarını, elektrik ve su abonelikleri tesis edildiğini, emlak ve çevre temizlik vergilerinin ödendiğini iddia ederek bu davayı açmıştır. İlk derece mahkemesi, davacıların elindeki tapu tahsis belgelerinin hangi taşınmazlara ilişkin olduğunun ve buradaki yapılan gecekondu olup olmadığının belirlenmediği gerekçesiyle idare tarafından alınan yıkım kararı işleminin iptaline karar vermiştir. İstanbul Bölge İdare Mahkemesi de bu kararı hukuka uygun bulmuştur(Lexpera, 2019b). İlk derece mahkemesinin ya da İstanbul BİM'in bu kararında, davaya konu taşınmazın mülkiyetinin HMVKŞ'ye intikal

etmesi hususunun tartışılmadığı görülmektedir. Bu kararların incelenmesinde Hazine sukûk ihraçlarında seçilen dayanak varlıklara ilişkin sınırlı da olsa çıkarımlar yapmak mümkün olabilecektir.

Bunlardan ilki dayanak varlıkların tapu kayıtlarında HMVKŞ adına tescil edildiğinin tespit edilmesi ve yine bu karar özelinde dayanak varlığa ilişkin belirliliğin sağlandığı söylenebilir.

Ancak her iki kararda da kira sertifikası ihraçlarına dayanak olacak taşınmazların seçiminde taşınmazların hukuki ve fiziki durumları hakkında yeterli inceleme yapılmadığı ve hukuki ihtilaf konusu olan ya da üzerinde üçüncü kişilerin hak iddia ettiği taşınmazların da dayanak varlık olarak seçilebildiği görülmektedir. Oysa Hazine ve Maliye Bakanlığının yayımladığı Kira Sertifikası Yatırımcı Kılavuzu'na göre yatırımcılar, dayanak varlıklardan elde edilen gelirler üzerinde payları oranında hak sahibi olmaktadır. Yine anılan Kılavuza göre HMVKŞ buradaki varlıkları kendi adına ve yatırımcıların hesabına muhafaza etmektedir. Bu ihraç yapısına göre kira sertifikası sahiplerine ödeme yapılabilmesi için vade süresince bu taşınmazların HMVKŞ adına kayıtlı olması ve devri gerçekleştiren kurum tarafından kullanılmaya devam edilmesi gereklidir. Yukarıdaki örneklerde olduğu şekilde HMVKŞ adına tescil edilen bir taşınmazın tapu kaydının iptal edilerek, üçüncü bir kişi adına tescil edilmesi ya da taşınmazın aslında fiilen üçüncü kişilere tahsisli ya da bunların kullanımında olması hallerinde, HMVKŞ'ye kira ödenmesi ve dolayısıyla da kira sertifikası sahiplerinin getirilerinin zamanında ödenmesi mümkün olamayacaktır.

Diğer yandan taşınmazların üçüncü kişi adına tescili ya da tahsisine rağmen kira sertifikası sahiplerine ödeme yapılmaya devam edilmesi, İslam hukukunun kira sözleşmesine dair hükümlerine de sukûk işlemine özel kurallarına da uygun sayılamayacaktır.

Bu nedenlerle HMVKŞ'nin ihraç ettiği kira sertifikalarında, kullanılacak dayanak varlıkların hukuki statülerinin yeterince incelenmesi ve ihraç belgelerinde yatırımcılara bu taşınmazlarla ilgili yeterli bilgilendirmenin yapılması gereği ortaya çıkmaktadır. Özel sektör ihraçlarında bugüne kadar karşımıza çıkmamış olsa da benzer ihtilafların çıkmayacağının söylenebilmesi mümkün değildir. Bu çerçevede VKŞ'nin, dayanak varlıkların belirlenmesi ve ihraca ilişkin sözleşmelerin hazırlanması aşamasında, dayanak varlıkların hukuki statülerini tespit etmesi gerekli hale gelmektedir.

5.2.5. Kaynak Kuruluşun Temerrüdü ve İflası Sorunu

5.2.5.1. Kaynak Kuruluşun Temerrüdü

Sukûk ihraçlarında, kaynak kuruluştan kaynaklanabilecek en temel risklerden birisi kaynak kuruluşun taahhüt ettiği ödemeleri zamanında yapmamasıdır. Nitekim Malezya, Amerika Birleşik Devletleri, Kuveyt, Pakistan, Birleşik Arap

Emirlikleri, Suudi Arabistan gibi pek çok ülkede fon kullanıcının temerrüdüyle karşılaşıldığı tespit edilebilmektedir. Bu durumda özel amaçlı kurum, sukûk sahiplerinin temsilcisi olarak bu alacakların tahsili işlemlerini yürütecektir. Bu işlemler, yukarıda ifade edildiği üzere dayanak varlıkların paraya çevrilmesi ya da kaynak kuruluşa karşı hukuki takip yollarına müracaat olacaktır.

Bu tür bir temerrüt riskine karşı, yatırımcıların korunmasının çeşitli yolları bulunmaktadır. Öncelikle ihraç aşamasında, fon kullanıcı hakkında finansal, hukuki ve mali açılardan konunun uzmanları aracılığıyla inceleme ve değerlemeler yapılarak, bu konularda yatırımcılara tam bir bilgi sunulmalıdır. Fon kullanıcının mali yükümlülükleri, karşı karşıya olduğu hukuki ihtilaflar, sermaye yapısı ve ticari faaliyetleri hakkında hukuk, finans ve vergi alanlarında uzmanlardan alınacak raporlar özel amaçlı kurum ve yatırımcılar açısından ihraca katılma kararında önemli ve doğru veriler sunacaktır.

İkinci bir yöntem ise yatırımcılara yapılacak ödemelerin, ayni ya da şahsi teminatlara bağlanmasıdır. Burada elbette karşımıza İslami finansın ilke ve prensipleri çıkmaktadır. Bu teminatların, ihracın dayandığı sözleşme tipleri açısından, İslam hukukunun izin verdiği usul ve esaslara göre tesis edilmesi gerekmektedir.

Nihai olarak bu tür risklere karşı özel amaçlı kurum ve yatırımcıların hak ve yetkilerinin ihraca dair sözleşmelerde düzenlenmesi, KST md 4/6 uyarınca zorunlu bulunmaktadır. Buna göre varlık kiralama şirketi, dayanak varlık ve hakların satılması da dâhil olmak üzere ihraç türüne göre farklı tedbirler almakla yükümlü tutulmaktadır.

Türk hukuku bakımından burada bahsedilmesi gereken bir konu, kaynak kuruluşun konkordato ilan etmesi halidir. Bilindiği üzere İİK md 285 hükmü uyarınca borçluların konkordato talep etme yetkisi bulunmaktadır. Bu tür bir durumda mahkemece, borçluya İİK md 287 ve 289 uyarınca önce geçici ve ardından 1 yıl süreli kesin mühlet şeklinde ifade edilen bir süre vererek, bu sürede borçlarını ödeyebilmesi için borçlu lehine bir hukuki koruma sağlanmaktadır. Yine borçluya komiser tayin edilerek, konkordato projesinin takip ve yönetimi konkordato komiseri eliyle izlenmektedir. Bu kapsamda İİK md 289 uyarınca, mühlet içinde borçlu aleyhine herhangi bir takip yapılamamakta, mühlet kararından önce başlayan takipler durmakta, ihtiyatî tedbir ve ihtiyatî haciz kararları uygulanamamakta, zamanaşımı ve hak düşüren süreler işlememektedir. Aynı hükme göre mühlet verilmeden önce müstakbel bir alacağın devri sözleşmesi yapılmışsa ve devredilen alacak mühlet verildikten sonra doğmuşsa anılan devirler hükümsüz sayılmaktadır. Yine İİK md 296 uyarınca, konkordato projesinin karşı tarafa etkisi nazara alınmaksızın, borçlunun işletme faaliyetinin devam etmesi için önemli mahiyetteki sözleşmelerin devam etmesi

gerektiği hükme bağlanmaktadır. Buna göre bu tür sözleşmelerdeki, borçlunun konkordato talebinde bulunmayacağına veya bu tür taleplerin karşı tarafa haklı fesih yetkisi vereceğine yahut muacceliyet sebebi sayılacağına ilişkin hükümler, konkordato müracaatı halinde uygulanamayacaktır. Sözleşmelerin konkordato müracaatı nedeniyle sonlandırılması da mümkün olamayacaktır. Konkordatonun gayesine erişmeyi önleyecek ve borçluya aşırı külfet yükleyen sürekli borç ilişkileri borçlu tarafından, komiserin uygun görüşü ve mahkemenin onayıyla her zaman feshedebilecek; bu durumda ödenecek tazminat, konkordato projesine tabi sayılacaktır.

Buna göre bir sukûk ihracında, kaynak kuruluş ya da fon kullanıcının konkordato ilan etmesi halinde, dayanak varlık ya da hakların VKŞ'ye aktarılamadığı durumlarda, VKŞ ve dolayısıyla yatırımcıların, ihraç kapsamındaki sözleşmelerden kaynaklanan alacaklarını tahsil etmesi güçleşecektir. Bu tür bir hukuki sorunla karşılaşmamak için ilk önerilecek çözüm, elbette ihracın asset backed olarak da adlandırılan, dayanak varlık ve hakların hukuken geçerli ve gerçek işlemlerle varlık kiralama şirketine devredildiği yapılar üzerinden gerçekleştirilmesi olacaktır. Türk hukukunda bu devirler, mülkiyet nakline ilişkin dolaylı temsil ya da inançlı mülkiyet esaslarına göre de gerçekleştirilebilecektir. Yine bu çerçevede, İslami finansın ilke ve prensiplerinin izin verdiği usul ve esaslara göre alacakların üçüncü kişi garantileri gibi teminatlara bağlanması ya da üçüncü kişilerden ayni teminatlar alınması da önemli bir koruma sağlayabilecektir.

Kaynak kuruluşun faaliyetlerinden ortaya çıkabilecek bir başka sorun, anılan kuruluşun dayanak varlıkların yönetimine dair edimlerini zamanında ve eksiksiz yerine getirmemesi olabilecektir. Türkiye uygulamasında da uluslararası işlemlerde de sukûk işlemine dayanak olan varlıklar, kaynak kuruluş ya da fon kullanıcının yönetimine bırakılmaktadır.

Burada bahsedilen yönetimin, dayanak varlıkların işletilerek yatırımcılara ödenmesi beklenen getirinin temin edilmesi olduğu ifade edilmektedir. Buna göre kaynak kuruluşun kurumsal bilgi birikimini kullanarak, dayanak varlıkları satma ya da kiralama gibi hukuki işlemlerle getiri elde etmesi beklenmektedir (Kurtdarcan, 2018: 91). Bu çerçevede kaynak kuruluş, dayanak varlık ve hakların sukûk ihracından beklenen getirileri sağlaması için gerekli yönetim işlemlerini gerçekleştirmezse, yatırımcılar açısından işlem zararla sonuçlanmış olacaktır. Böyle bir durumda VKŞ'nin, kaynak kuruluş ya da fon kullanıcı ile akdedeceği sözleşmeler uyarınca TBK'deki hak ve yetkilerini kullanması yanında SerPK ve KST hükümleri uyarınca da dayanak varlıkları satma ve zararlarının tazminini talep etme gibi hakları bulunmaktadır.

Sukûk ihraçlarında, kaynak kuruluş ve fon kullanıcının ihracın tüm süreçlerinde yaptığı işlemler ile verdiği bilgilerin şeffaf, erişilebilir ve denetlenebilir olması gerekir. Yine dayanak varlık veya projenin yönetimi ve getiri üretmesi de anılan tarafın bu konuda yeterli know-how, tecrübe, mali ve teknik olanaklara sahip olmasına bağlıdır. İhraç aşamasında bu değerlendirmelerin yeterince yapılamaması ya da ihraç sonrası süreçte gerekli denetim mekanizmalarının kurulmaması, ihracın başarısızlığına yol açabilecektir. Bu nedenlerle kaynak kuruluş ya da fon kullanıcının genel kabul görmüş kurumsal yönetim ilkelerine riayet etmesi önemli bir çözüm önerisi olarak kabul edilebilecektir.

Konuya hazine sukûk ihraçları açısından bakıldığında kaynak kuruluş ya da fon kullanıcı ilgili bakanlık olarak karşımıza çıkmaktadır. Dolayısıyla HMVKŞ'nin ihraç ettiği kira sertifikalarını satın alan yatırımcılar aslında kamu finansmanı mevzuatı kapsamında bir devlet borçlanmasına katılmış olmaktadırlar. Olağanüstü ekonomik ya da siyasi koşullar dışında da devletin anılan borçlarını ödemede temerrüde düşmesi söz konusu olmayacaktır. Bu nedenle hazine sukûk ihraçlarında kaynak kuruluşun temerrüdünün bir sorun olarak karşımıza çıkmayacağı değerlendirilmektedir. Teorik olarak bu tür bir temerrüt oluşabileceği varsayıldığında ise yatırımcıların hak ve alacaklarının nasıl korunacağı meselesi KFBYK ile düzenlenmemiş görünmektedir.

5.2.5.2. Kaynak Kuruluşun İflası

Hazine sukûk ihraçlarında kaynak kuruluş bakanlık olacağından ve kamu idarelerinin iflası söz konusu olmadığından, HMVKŞ ihraçları bu tür bir risk içermeyecektir. Bu nedenle bu bölümde sadece SerPK'ya tabi ihraçlarda kaynak kuruluşun iflası meselesi ele alınacaktır. Bu çerçevede kaynak kuruluşun iflası halinde, İİK md 184 hükmüne göre kaynak kuruluşa ait olacak bütün mallar iflas masasına dâhil olacak ve bunların paraya çevrilmesinden elde edilecek gelirler, kaynak kuruluşun alacaklılarına ödenecektir. Bu hüküm, kira sertifikaları açısından değerlendirildiğinde, ihraca dayanak olarak seçilen varlık ve hakların durumunun ele alınması gerekir. Bu incelemede iki konu üzerinde durulacaktır. Bunlardan ilki ihraca dayanak varlık ve hakların kaynak kuruluşa mı varlık kiralama şirketine mi ait olacağı meselesidir. Çalışmamızın önceki bölümlerinde de işaret edildiği üzere bu konu tüm dünyadaki sukûk ihraçlarında da tartışılan bir meseledir.

Bu tartışmaları tekrar etmeksizin, konuya ilişkin kanaatimizi şu şekilde özetleyebiliriz:

- Bir kira sertifikası ihracında, dayanak varlık ve haklar usul ve esas bakımlarından geçerli sözleşmelerle varlık kiralama şirketine devredilmişse, diğer ifadeyle ortada bir gerçek satış (true sale) varsa, kaynak kuruluşun iflası bu varlıklar üzerinde bir etkiye sahip olmayacaktır. Bu durumda

anılan varlık ve haklar kaynak kuruluşa ait sayılmayacağından, bunların iflas masasına girmesi de söz konusu olmayacaktır. Örneğin sahipliğe dayalı kira sertifikası ihracında dayanak varlıklar, varlık kiralama şirketine satılarak devredildiğinden, kaynak kuruluşun iflasından bu varlıkların etkilenmesi mümkün olmayacaktır.

- Dayanak varlık ve hakların mülkiyetinin varlık kiralama şirketine devredilmediği kira sertifikası ihraçlarında (örneğin yönetim sözleşmesine dayalı bir ihraçta) ise durum yukarıdaki kadar basit olmayacaktır. Zira bu ihraçlarda ilgili varlık ve haklar aslında kaynak kuruluşun bilançosunda kalmaya devam etmekte, bunların mülkiyetlerinin nakline ilişkin işlemler (örneğin taşınmazlar için tapuda devir ve tescil) gerçekleştirilmemektedir. Bu işlemlerde, dayanak varlık ve haklar üzerinde varlık kiralama şirketi lehine tesis edilen hak ve alacaklar, bazen inançlı mülkiyet esaslarına bazen dolaylı temsil kurallarına dayandırılmakta, bazı ihraçlarda ise varlık kiralama şirketine herhangi bir hak ya da alacak devri gerçekleşmediği tespit edilmektedir. Dolayısıyla bu tür ihraçlarda kaynak kuruluşun iflası durumunda dayanak varlıkların bu iflasın sonuçlarından etkilenmesi mümkün olabilecektir.

Nitekim iflas halinde varlıkların kime ait olacağı konusunda, varlığa dayalı menkul kıymet ihracına ilişkin olarak yapılan bir değerlendirmeye göre, kaynak kuruluşun alacaklıları, yapılan devrin gerçek bir satış olmadığı, ödünç niteliğinde bir işlem olduğu yine alacak temliki işlemlerinin de bu ödüncün teminatı olacağına dair iddialara bulunabilecektir. Böyle bir iddia halinde iflas idaresi, bu alacakları iflas masasına katabilecek ve dolayısıyla özel amaçlı kurumun alacaklılarına ödeme yapılamamış olacaktır. Bu kapsamda ihtilaflı alacakların kime ait olduğuna dair incelemede, İİK hükümleri uyarınca istihkak iddiası ya da ihtilaflı alacakların takibine ilişkin usul kuralları yerine, kaynak kuruluş ile özel amaçlı kurum arasındaki ilişkinin mahiyetine bakılması gerektiği ifade edilmektedir. Dolayısıyla burada ilgili alacakların iflas masasına kaydı hususunda maddi hukuk bakımından bir değerlendirme yapılması gerektiği kaydedilmektedir (Turan, 2012: 82, 83).

Bu kapsamda ele alınacak ikinci konu ise SerPK ve KST düzenlemelerindeki dayanak varlık ve hakların korunmasına ilişkin düzenlemelerin uygulama alanı ve sağladığı korumanın mahiyeti meselesidir. SerPK md 61/3 hükmü uyarınca, kira sertifikalarının itfasına kadar, VKŞ'nin portföyündeki varlık ya da haklar, ihraççının yönetimi veya denetimi kamu kurumlarına devredilse de teminat amacı dışında kullanılamayacak, rehin, haciz ve tedbir işlemlerine maruz kalmayaca ve iflas masasına dâhil edilemeyecektir.

Aynı hüküm KST'nin 4/3 maddesinde de tekrarlanmaktadır. SerPK md 61 hükmünde düzenlenen "ihraççı", KST md 4 ile birlikte değerlendirildiğinde, "varlık kiralama şirketini" ifade etmektedir. Dolayısıyla SerPK md 61 hükmü ile ihraca dayanak varlık ve hakların sadece ihraca katılan yatırımcıların alacaklarının tahsili için tasarruf edilebilmesi amaçlanmaktadır. Bu hüküm lafzen değerlendirildiğinde, sadece VKŞ'nin yönetim ve denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi halini düzenlediği yorumu yapılabilecektir. Bu yorum esas alındığında, ihracın vadesine ve sertifika sahiplerinin alacaklarının ödenmesine kadar dayanak varlık ve haklar, kaynak kuruluş, fon kullanıcı ya da üçüncü kişilerin zilyetliğindeyken de satış ve teminat gösterme gibi işlemlere konu edilemeyeceği gibi haczedilmeleri, iflas masasına dâhil edilmeleri ya da ihtiyati tedbire konu edilmeleri mümkün olmayacaktır.

Kanun koyucunun buradaki asıl amacı yatırımcıların korunması olduğundan, SerPK md 61/3 hükmünün kaynak kuruluşun iflası halinde de uygulanacağı şeklinde bir yorum yapmak doğru görünse de hükmün lafzı buna izin vermemektedir. Ancak konu henüz yargılama konusu olmadığı için Türk mahkemelerinin bu hükmü nasıl yorumlayacağı konusu sukûk ihraçlarına ilişkin bir belirsizlik olarak karşımızda durmaktadır. Bütün bu nedenlerle, SerPK ve KST'de kaynak kuruluşun iflası halinde de dayanak varlık ve hakların buradaki korumadan yararlanacağının düzenlenmesi buradaki muhtemel hukuki tartışmaların önüne geçebilecektir. Hiç şüphesiz ki kira sertifikası yatırımcılarının hukuken iflas riskinden korunmalarının en güvenli yolu dayanak varlık ya da hakların VKŞ'ye geçerli sözleşmelerle devredilmesi olacaktır.

5.2.6. Varlık Kiralama Şirketinin İflası Sorunu

5.2.6.1. Türk Hukuku Açısından İflas Değerlendirmesi

Önceki bölümlerde ifade edildiği üzere varlık kiralama şirketlerinin iflastan korunmaları için çeşitli önlemler mevzuat ve sözleşmeler ile alınmaktaysa da TTK hükümlerine tabi bir anonim şirket olarak VKŞ'nin iflas etmesi, teorik olarak mümkündür. Nitekim bu husus SPK mevzuatında, tedrici tasfiye ile birlikte düzenlenmiştir. Varlık kiralama şirketinin iflası halinde, SPK düzenlemeleri uygulanacaksa da burada dayanak varlıkların, sadece yatırımcıların alacaklarının ödenmesi için kullanılmasına bir engel bulunmamaktadır. Nitekim SerPK md 61/4 bu hususu açıkça düzenlemiştir.

Kira sertifikası sahiplerinin SerPK ve KST hükümlerinde düzenlenen öncelik hakkı, TMK'de düzenlenen alacak rehnine benzetilebilecekse de bu rehin hakkının ancak SerPK'da yer alacak açık bir hükümle tesis edilebileceği için, burada bir alacak rehni değil TMK'de düzenlenmeyen "yeni bir tür teminat" olduğunun kabul edilmesi gerektiği görüşü savunulmaktadır. Bu görüşe göre

temerrüt halinde sukûk sahipleri rehne dayalı takipler yapamayacaklar, bunların hakları SerPK md 59 ve 61 hükümlerine göre tespit edilecektir. Bu görüş kabul edildiğinde kira sertifikası sahipleri, varlık kiralama şirketinin iflası halinde, dayanak varlıklara rehin alacaklısı olarak müracaat etmeyecek ve dolayısıyla İİK'da yer alan iflasın rehin alacaklılarına getirdiği sınırlamalara tabi olmayacaktır. Buna göre sertifika sahipleri, SerPK ve KST hükümleri uyarınca dayanak varlık ve haklara doğrudan müracaat edebilecektir (Çatakoğlu, 2015: 240). Ancak Türk hukukunda iflas uygulamalarında bu görüşün kolaylıkla kabul edileceği söylenemeyecektir.

İİK md 184 uyarınca, iflas halinde borçlunun haczi kabil olan malları iflas masasına girecektir. Oysa SerPK md 61 uyarınca dayanak varlık ve hakların haczedilmeleri yasaklanmaktadır. Bu halde haciz yasağı kapsamındaki dayanak varlık ve hakların bu açıdan da iflas masasına dâhil edilmemeleri gerekecektir. Ancak burada SerPK md 61/6 hükmüne göre bankalara ilave ya da katkı sermaye temini amacıyla ihraç edilen kira sertifikalarında, sertifika sahiplerinin öncelik hakkı olmayacağı gözden kaçırılmamalıdır.

VKŞ'nin iflası halinde, sertifika sahiplerinin dayanak varlıklar üzerinde sahip olabileceği bir başka hak, TBK md 509 hükmü uyarınca dayanak varlıkların iflas masasından çıkarılmasını talep olanağıdır. Varlık kiralama şirketi, fon kullanıcı ile akdettiği sözleşmeler uyarınca dayanak varlıklar üzerine alacak ya da mülkiyet hakları iktisap ettiğinde, bu işlemleri sertifika sahiplerinin vekili olarak yapmış olmaktadır. TBK md 509/II-III hükümlerine göre VKŞ'nin iflası hâlinde vekâlet veren sıfatıyla yatırımcılar, VKŞ'nin iktisap ettiği alacağın kendisine geçtiğine dair taleplerini iflas masasına da yöneltebilecek ve ayrıca VKŞ'nin kendi adına ve yatırımcılar hesabına iktisap ettiği taşınırların, kendisine tevdi edilmek üzere iflas masasından ayrılmasını isteyebilecektir.

Türk hukukunda bu yetki, ayırma hakkı olarak nitelenmektedir. Bu hakkın taşınmazlar için de kullanılabilmesi konusunda doktrinde farklı görüşler bulunmaktadır. Bu tartışmada bazı yazarlar, vekilin iktisap ettiği taşınmazların da ayırma hakkına konu olabileceğini savunurken, karşı görüştekiler ayırma hakkının sadece alacak ve taşınırlar için mümkün olabileceğini, taşınmazların bu kapsamda olamayacağını ifade etmektedir. İkinci görüşü savunanlar, taşınmaz mülkiyetinin tescille kazanıldığını, vekilin adına tescil edilen bir taşınmazın vekilin mülkiyetinde sayılacağını, müvekkilin ancak bu taşınmazın kendisine iadesi için aynen ifa talebinde bulunabileceğini kabul etmektedir (Özbek, 2001: 1005-1008; Yavuz, 2014: 1241). Kanaatimizce Yargıtay`ın 5.2.1947 T., ve 20/6 sayılı İçtihadı Birleştirme Kararı uyarınca bu hakkın taşınmazlar için de kullanılabileceği kabul edilmelidir. Nitekim SerPK bu konuyu özel olarak düzenlemiş ve

taşınır ya da taşınmaz mal veya hak ayrımı yapmaksızın, dayanak varlıkların iflas masasından ayrılabileceğini düzenlemiştir.

Yukarıda ifade edilen yorum farkının olmadığı ve varlıkların kaynak kuruluşun bilançosundayken de buradaki korumadan faydalandığı kabul edildiğinde, karşımıza bu varlıkların VKŞ tarafından, KST'ye uygun olarak ayrı ayrı kaydedilmesi, izlenmesi ve raporlanmasının önemi çıkmaktadır. Zira kaynak kuruluşun iflası halinde, hangi varlıkların iflas masası dışında kalacağı, VKŞ tarafından yapılacak bu kayıt ve raporlara göre belirlenebilecektir. VKŞ'nin bu raporlamayı eksik ya da hatalı yapması halinde dayanak varlık ve haklar belirlenemeyeceğinden, bunların iflas masasından çıkarılması da mümkün olamayacaktır. Aynı hukuki risk, varlık kiralama şirketinin iflası halinde de doğabilecektir. Zira olası bir iflas halinde, ihracın yapısı gereği üçüncü kişilerin zilyetliği altında bulunacak olan dayanak varlıkların tespiti, ilgili üçüncü kişilerden geri alınması ve paraya çevrilesi prosedürleri yürütülecektir. Bu prosedürlerin eksiksiz yürütülebilmesi için de dayanak varlık ve hakların neler olduğu, kimler tarafından kullanıldığı ve nerede olduğu gibi temel bilgi, kayıt ve raporların varlık kiralama şirketi nezdinde bulunması gerekir. Aksi durumda bunların da paraya çevrilmesi mümkün olamayacaktır. Başka bir söyleyişle varlık ve hakların ne olduklarının ve nerede bulunduklarının belirlenememesi, yatırımcıların iflastan doğrudan etkilenmelerine ve mevzuatın kendilerine verdiği korumadan yararlanamamalarına neden olacaktır. Buradan kaynaklanacak zarardan ise VKŞ'nin vekâlet hükümleri çerçevesinde sorumlu tutulması söz konusu olacaktır. Burada ayrıca kaynak kuruluş ve yöneticileri de şirketler topluluğu, tüzel kişilik perdesinin aralanması ve organik bağ teorilerine göre bu zararlardan sorumlu tutulabilecektir. Dolayısıyla yatırımcıların, kaynak kuruluş ya da varlık kiralama şirketinin iflası riskinden korunmasının önemli araçlarından biri de varlık kiralama şirketinin, belge kayıt düzenine ilişkin SPK düzenlemelerine eksiksiz riayet etmesidir.

Varlık kiralama şirketinin yönetim ve denetiminin kamu kurumlarına devri konusu ise SPK düzenlemelerinde tedrici tasfiyeye ilişkin hükümlerde yer aldığı gibi BanK md 134'teki TMSF'nin yetkileri açısından incelenmelidir. BanK md 134/1 hükmüne göre TMSF, alacağının tahsili için faydalı görmesi halinde, yönetim ve denetimi Fon bankalarında olan iştiraklerinin maddede sayılı şirketlerde sahip olduğu hisselere kısmen ya da tamamen sahip olabilmekte, bu şirketlerin yönetim ve denetimini devralabilmektedir. Buna göre, Fon'a devredilen bir bankanın iştiraki olarak kurulmuş bulunan VKŞ'nin hisseleri de yönetim ve denetimi de, BanK md 134/1 uyarınca TMSF tarafından devralınabilecektir. Bu tür bir durumda, BanK md 134'ün devam eden fıkralarına göre TMSF'ye intikal eden şirketler İİK ve TTK hükümlerine tabi olmadan tasfiye

olacaklardır. Dolayısıyla aslında bu kapsama giren varlık kiralama şirketi de tasfiyeye ilişkin Fon Kurulu kararı ile infisah edecektir. TMSF'nin bu şekilde, bir VKŞ'nin yönetim ve denetimini devralması halinde, Bankacılık Kanununun tasfiyeye ilişkin bu hükümleri yanında SerPK md 61 hükmünün de nazara alınması gerekir. SerPK hükümleri bu konuda yetkinin TMSF'de olduğuna işaret etmektedir. Buna göre TMSF, varlık kiralama şirketi nezdindeki dayanak varlık ve hakların paraya çevrilmesi halinde elde edeceği tutarları öncelikle sertifika sahiplerine ödemelidir. Bu ödemede birden fazla ihraç söz konusu ise her bir tertip ihracın dayanak varlık ve hakları ayrı ayrı değerlendirilmeli ve her ihracın dayanaklarından elde edilen gelirler, sadece ilgili ihracın sertifika sahiplerine ödenmelidir. Bu ödeme sıralamasında, varlık kiralama şirketinin elindeki portföyün toplam değeri, tüm alacakları karşılamaya yeterli olduğu halde her bir tertip ihracın dayanağı olan varlıklar ayrı değerlendirileceğinden, bazı sertifika sahiplerinin alacağına kavuşması mümkün olamayabilecektir.

Tüzel kişiliği olmayan konut finansman fonları açısından yapılan bir değerlendirmede, fon varlığının kurucunun malvarlığından ayrı olması ve iflas masasına dâhil edilememesi esası nazara alınarak, fon kurucusu TMSF'ye devredilse dahi konut finansman fonuna TMSF tarafından el konulamayacağı görüşü ifade edilmektedir (Turan, 2012: 92, 93). Fon yapısında ayrı tüzel kişiliğin olmaması bu yorumu kolaylaştırabilecek bir husustur. Ancak günümüz VKŞ'leri ayrı tüzel kişiliği haiz anonim şirketler olarak bankaların yüzde yüz hisseli iştiraki konumundadırlar. Bu açıdan tasfiyeye tabi olmama görüşü bu kadar kolaylıkla ileri sürülemeyecektir.

Bu konuda nihai olarak ifade etmek gerekir ki SerPK md 61/6 hükmüne göre yukarıda md 61/3 ile md 61/4 hükümleri, Bankacılık Kanunu hükümlerine göre icra edilen ve bankaların fon kullanıcı olarak yer aldığı ilave ana sermaye ve katkı sermaye mahiyetindeki kira sertifikalarına uygulanmayacaktır. Zira Bankaların Özkaynaklarına İlişkin Yönetmelik md 7 ve md 8 hükümlerinde ilave ana sermaye ya da katkı sermaye niteliğindeki menkul kıymet hamili olan yatırımcılar, bu menkul kıymetlerden doğacak alacaklarını mevduat sahipleri ve diğer alacaklılardan sonra tahsil edebilmektedir. Dolayısıyla bu nitelikteki kira sertifikası sahipleri, kaynak kuruluş olan bankanın tasfiyesi halinde, dayanak varlık ve haklardan alacaklarını tahsil etmek için kendilerinden önceki alacaklılara olan borçların ödenmesini bekleyeceklerdir.

5.2.6.2. İslam Hukuku Açısından İflas Değerlendirmesi

İslam hukukunun iflasa dair düzenlemeleri ile Türk hukukunda düzenlemeler arasında da tam bir uyum bulunmamaktadır.

Kaynaklarda İslam hukukunda iflas kurallarının sadece ticari borçlara değil bütün muaccel borçlara uygulandığına işaret edilmektedir. Ancak borçlunun, sadece özel hukuktan kaynaklanan borçları için iflası istenebilmekte, kamu borçları bu kapsamda sayılmamaktadır. Yine sadece konusu para olan borçlar için iflas talep edilebilmektedir. İslam hukukçuları arasında iflasın, borçlunun malvarlığı üzerindeki tasarruf yetkisinin sınırlanması (hacir) için yeterli olup olmayacağı konusunda tartışma varsa da çoğunluk görüşünün (Şafii, Maliki, Hanbeli ve Hanefi hukukçulardan Ebu Yusuf ve İmam Muhammed) iflasın hacir sebebi olduğu kaydedilmektedir. Buna göre muaccel borcunu ödemeyen borçlunun malvarlığı, borçlarını ödemeye yeterli değilse (ya da aktifi pasifine eşitse) mahkemeye müracaat edilerek borçlunun iflasına ve hacrine karar verilebilecektir. Bundan sonra borçlunun malları satılarak bedeli alacaklılar arasında paylaştırılacaktır. Borçlunun malvarlığı tamamen borçların ödenmesinde kullanılabilecek, borçlu bunları serbestçe tasarruf edemeyecektir. Burada satılacak olan mallar, sadece borçlunun mülkiyetindekilerdir. İflas anında borçlunun elinde olan üçüncü kişilere ait mallar, iflas kapsamında değildir. Paraların paylaştırılması aşamasında, rehin alacaklısı gibi rüçhan hakkı sahiplerine öncelikle ödeme yapılacaktır (Atar, İflas, 2000). AAOIFI'nın 43 Nolu Standardı İflas konusunu düzenlemektedir. Anılan Standart hükümlerinde iflas, borçlunun malvarlıklarının toplamının, muaccel borçlarını ödemeye yeterli olmaması şeklinde tanımlanmaktadır. Borçlunun, malvarlığını aşacak kadar muaccel borcu ortaya çıkarsa alacaklıların talebi üzerine mahkemece borçlunun iflasına ve malları üzerinde tasarruf ehliyetinin sınırlanmasına karar verilebilecektir. Bu şekilde iflas masasına intikal eden mallar, satılarak paraya çevrilecektir. Tahsil edilen tutardan ise önce satış ve paylaştırma masrafları, ardından rehinli alacaklar ödenecek, hapis hakkı kullananlar ya da malını aynen masada bulanlar (emanet mal, yatırım fonu, vekâlet sermayesi gibi) da mallarını aldıktan sonra satıştan elde kalan tutar alacaklılara hisseleri oranında paylaştırılacaktır (AAOIFI, 2019: 1034-1039). Bu açıklamalar ışığında, kaynak kuruluş ile VKŞ arasında geçerli bir devir sözleşmesi akdedilerek dayanak varlık ve haklar varlık kiralama şirketine devredilmişse, kaynak kuruluşun iflası halinde bu dayanak varlık ve hakların, kaynak kuruluşun borçları için tasarruf edilemeyeceğine dair düzenlemeler, İslami finans prensiplerine aykırı sayılamayacaktır. Zira burada artık varlık ve haklar, kaynak kuruluşa ait olmayacak ve iflastan etkilenmeyecektir. Varlık kiralama şirketinin iflası halinde, bu dayanak varlık ve hakların sertifika sahiplerine ait sayılacağı değerlendirildiğinde, bunların paraya çevrilerek bedellerinin yatırımcılara ödenmesi de anılan ilke ve prensipler açısından olağan bir sonuçtur. Burada da hangi dayanak varlık ya da hakkın hangi ihracın yatırımcısına ait olacağının belirli ve bilinebilir olması, İslam hukukunun garar yasağı ve mülkiyet hakkının (malın) korunması ilkeleri açısından zorunludur.

5.3. Varlık Kiralama Şirketinin Yapısı Konusundaki Görüşler

Sukûk ihracında görevlendirilecek varlık kiralama şirketinin yapısı hakkındaki literatür incelendiğinde, varlık kiralama şirketlerine ilişkin trust yapısı ve fon yapısı gibi öneriler olduğuna işaret edilmektedir.

İngiliz hukukunda kullanılan trust önerisine göre özel amaçlı kurumların, mevcutta olduğu gibi bir anonim şirket olarak kurulması yerine trust yapısının kabul edilmesinin, yatırımcıların kira sertifikalarından kaynaklanan haklarının korunması açısından daha elverişli olacağı kaydedilmektedir. Yine turst yapısı, anonim şirketlere göre daha kolay ve az maliyetle kurulabileceğinden tercih edilebilecektir. Ancak trust yapısı Türk hukukunda düzenlenmediği için mevcut durumda sukûk ihracında görevli özel amaçlı kurumların bu yapıya göre kurulması mümkün olmayacaktır. Bu nedenle de bir başka yöntem olarak, bu kurumların "fon" olarak kurulması önerilmektedir. Bu önerinin gerekçesi ise fonların, anonim şirketlere göre daha kolay ve daha az maliyetli olacağı varsayımıdır. Ayrıca bu görüşte olanlar, fon yapısında tüzel kişilik olmadığı için, sukûk ihraçlarında bu yapının kullanılabilmesi için bu amaçla kurulacak fonlara da taşınmaz mülkiyeti ve taşınmaz üzerindeki hakların bu fonlar adına tesciline imkân verilebileceğine işaret etmektedir (Türker, 2010: 45, 46). Yatırım fonlarının, bütün menkul kıymetleştirme işlemlerinde özel amaçlı kuruluş olarak kullanılmasının mümkün ve faydalı olacağına dair görüşler de yer almaktadır. Buna göre SPK'da düzenlenen fonların, trust yapısına benzeyen nitelikleri nazara alınarak, bu fonların özel amaçlı kuruluşlar olarak kullanılması mümkün olabilecektir. Burada fon malvarlığının ayrılığı ilkesi, fonun iflasa tabi olmaması ve şirketlere nazaran daha kolay kurulup yönetilebilmeleri nedeniyle fon yapısı tercih edilebilecektir (Doğru, 2007: 179-181).

Özel amaçlı kurumlara ilişkin bir başka öneri, merkezi tek bir özel amaçlı kurum oluşturularak, bütün ihraçların bu merkezi kurumlarca gerçekleştirilmesi şeklinde karşımıza çıkmaktadır. Derinlemesine mülakatlar sırasında gündeme gelen bu öneriye göre tüm sukûk ihraçlarının, kamu otoriteleri tarafından denetlenen merkezi bir kurum tarafından gerçekleştirilmesi öngörülmektedir. Merkezi yapı ile elde edilmek istenen amaçlar, sukûk ihraçlarına dair danışma komitesi görüşleri ile ihraç uygulamaları arasındaki farklılıkların giderilmesi ve bu şekilde ihraçlara olan güvenin arttırılması olarak ifade edilmektedir.

Menkul kıymetleştirme işlemlerine ilişkin olarak benzer bir yapı Birleşik İpotek Finansmanı A.Ş. (Türkiye Menkul Kıymetleştirme Şirketi) şeklinde oluşturulmuştur. Şirket kendisini "Türkiye'de menkul kıymetleştirme faaliyetlerinin teşvik edilmesi ve gelişmesi amacıyla 17 Mart 2020 tarihinde kurulan, ilk merkezi ihraççı kuruluş" olarak tanımlamaktadır. Ancak bu şirket İslami finans alanında faaliyet göstermemekte olup, SPK'nın İpotek Finansmanı Kuruluşları

Tebliği, Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği ve Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği kapsamında faaliyetlerde bulunulmaktadır (https://www.tmks.com.tr, 2022).

Özel amaçlı kurumlar için önerilen bir başka yapı ise bu bunların yönetiminin tamamen bağımsız kişi ya da kurumlarca yürütülmesidir. Bu modelde özel amaçlı kurumun, sukûk ihraç edecek kaynak kuruluş tarafından kurulması modeli kabul edilmekte ancak yönetim ve finansal yapı olarak kurucusundan bağımsız olması önerilmektedir. Burada ihraca dayanak olacak varlıkların yönetimi, özel amaçlı kurumdan ve kurucusundan tamamen bağımsız bir yöneticiye bırakılmakta ve kamu otoritesinin gerekli gördüğünde (yatırımcılar ya da kamu zararı oluşacaksa) bu yöneticiyi resen değiştirebilmesi önerilmektedir. Tayin edilecek yönetici, mali açıdan da kurumsal yönetim açısından da bağımsız olacak ve dayanak varlıkları sertifika sahiplerinin menfaatine olacak şekilde yönetecektir (Alsayyed, 2015: 147).

Görüldüğü üzere burada da esasen vurgulanan ya da önerilen nitelik, özel amaçlı kurumların kurucu ya da fon kullanıcının kontrolünden uzak tutulabilmesidir. Diğer ifadeyle özel amaçlı kurumun bağımsızlığıdır. Bu bağımsızlık sayesinde işlemlerin gerek İslami finansın temel kurallarına uygunluğunun sağlanabileceği gerekse sukûk yatırımcılarının menfaatlerinin korunabileceğine işaret edilmektedir (Kurtdarcan, 2018: 34). Konuyla ilgili hazırlanan bir çalışmada, özel amaçlı kurumların sağlayacağı faydalar ve neden olabileceği sorunlar hakkında bilgiler verildikten sonra, bu kurumların yapısından kaynaklanan riskleri yönetebilmek için çeşitli öneriler sunulmaktadır. Bunlar özetle, özel amaçlı kurumun karmaşık yapısı ile uyumlu bir kurumsallaşma sağlanması (govarnance); raporlama kapasitesinin düzeltilmesi suretiyle özel amaçlı kurumun risklerinin doğru şekilde değerlendirilebilmesi (reporting capability); özel amaçlı kurumun faaliyetlerinin düzenli şekilde izlenebilmesi (oversight); özel amaçlı kurumun risk transferi ve risklerinin dönüşümü konularında kuruluş amacına uygun işlemler yapması (motivation); raporlama zorunluluklarını ve konsolidasyonu sıkılaştıran mevzuat düzenlemeleri (regulation); özel amaçlı kurumun yapısının daha basitleştirilmesi ve dokümantasyonun standartlaştırılması (Simplification); özel amaçlı kurum, kurucusundan finansal destek alıyorsa, bu kurumun faaliyetlerinin kurucusu ile denetim ve dahili risk yönetimi açılarından konsolide edilmesi (Consolidation) ve özel amaçlı kurumun bağımsız denetçilerce denetlenmesi (External ratings) şeklinde ifade edilmektedir (PWC, 2011: 12). Bunların da esasen özel amaçlı kurumların bağımsızlığı ile ilgili olduğu anlaşılmaktadır.

5.4. Yapı Konusundaki Görüşlerin İncelenmesi

Bu bölümde yukarıda zikredilen yapı önerilerine ilişkin inceleme ve değerlendirmelerimize yer verilecektir.

5.4.1. Trust Yapısının İncelenmesi

Türk hukuk sisteminde trust yapısının kurulmasını önermenin aslında çok da olağandışı sayılmaması gerekir. Şöyle ki, Çizakça (2011: 189)'nın da ifade ettiği üzere günümüzde kullanılan ve modern kapitalizm döneminde ortaya çıktığı düşünülen pek çok finansal ürün ya da kurumun, aslında yüzyıllar öncesinde İslami finans alanında keşfedildiği ve kullanıldığı görülebilmektedir. Nitekim bu nedenle yazar, İslami finans alanındaki çalışmalarda, İslami finansın tarihi kökenlerine bakılması, bu köklerde yer alan kurumların tespit edilerek, geliştirilmesi yöntemini önermektedir. Bu sayede İslami finansın sıklıkla eleştirilen konvansiyonel sisteme benzerliği sorunu da çözülebilecektir.

Bu yaklaşıma göre bir İslami finans kurumu olan vakıftan türediği bilinen trust yapısının da hukukumuzda düzenlenmesi talebi tartışılmaya değer sayılmalıdır.

Common Law sisteminin bir kurumu olan "trust" yapısı özetle bir mal üzerindeki mülkiyetin bölünmesi ve birden fazla kişi arasında paylaştırılması şeklinde ortaya çıkmaktadır. Buna göre bir kişi (trust kurucusu), trust kurmak suretiyle mal üzerinde ikili bir mülkiyet yapısı oluşturmaktadır. Burada mal üzerindeki kaydi mülkiyet hakkı (legal ownership), bu malı yönetmesi için bir emanetçiye (trustee) devredilirken, malın kullanma mülkiyeti (equitable ownership) yararlanıcıya (beneficiary) devredilmektedir. Buradaki güvenilir kişi ilgili malı, bir üçüncü kişi yararlananın (beneficiary) menfaatine yönetecektir. Bu şekilde trust kurucusunun mal üzerindeki tasarruf yetkisi sona ermekte, maldan elde edilecek gelirlerden de beneficiary yararlanmaktadır (Berktaş Yüksel, 2020: 162). Ancak Türk hukuku açısından bu tür bir trust yapısının kurulması sadece SPK mevzuatında yapılacak tadillerle mümkün değildir. Zira Türk özel hukuk mevzuatı, Kıta Avrupası hukuk sistemi benimsenerek düzenlenmiştir. Bu nedenle tamamen farklı bir sistemin kendine özgü bir kurumunu bu sisteme dâhil etmek, TMK ve TTK gibi temel kanunlarda da önemli değişiklikler yapmayı gerektirecektir. Bu tür bir çalışma ise uzun zaman gerektiren bir hukuki altyapı çalışmasını zorunlu kılacaktır. Oysa finansal işlemler artan bir ivmeyle gelişmeye devam etmektedir. Bu nedenle de bu tür geniş kapsamlı çalışmalara ihtiyaç duymadan bağımsız VKŞ'ler kurulması yolu tercih edilebilecektir.

Nitekim kira sertifikalarına ilişkin ilk Tebliğ çalışmaları sırasında dile getirilen bu öneriler kabul görmemiş ve özel amaçlı kurumların anonim şirket şeklinde kurulması sistemi benimsenmiştir.[18]

---

18 Özel amaçlı kurumların yatırım fonlarında olduğu gibi özel bir fon olarak kurulması şeklinde ortaya

5.4.2. Merkezi Varlık Kiralama Şirketi Yapısının İncelenmesi

Merkezi bir varlık kiralama şirketi yapısı, Hazine sukûk ihraçları açısından uygulamaya geçmiş görünmektedir. Zira ilgili Kanun uyarınca tek bir HMVKŞ kurulmuş ve bütün ihraçlar bu şirket tarafından yürütülmektedir. Elbette burada Hazine'nin esasen tek kaynak kuruluş ya da fon kullanıcı olması, dayanak varlıkların tamamının tek kişiye (Hazine'ye) ait olması ve HMVKŞ'nin de sadece tek kişiye (Hazine'ye) hizmet veriyor olmasının etkisi büyüktür. Bu yapıda her ihraç için ayrı özel amaçlı kurumlar oluşturulmasına gerek olmayacağı gibi bu tür bir uygulama, Hazine sukûk ihraçları ve buradaki özel amaçlı kurumun yapısındaki hukuki sorunları ortadan kaldırmayacaktır. Aksine birden fazla varlık kirama şirketi bu sorun ve eleştirilerin artmasına yol açacaktır. Bu nedenle Hazine'nin tek bir özel amaçlı kurum ile işlemlerini yürütmesi sadece bu açıdan daha doğru bir yöntem olarak değerlendirilebilecektir.

Özel sektör ihraçları açısından ise bu önerinin uygulanmasının zor olacağı ve kendisinden beklenen amaçlara hizmet etmeyebileceği değerlendirilmektedir. Bu çerçevede öncelikle merkezi özel amaçlı kurum ihdasının tek başına sektöre olan güveni arttırma fonksiyonu icra etmesinin kolay olmayacağı kanaatindeyiz. Zira burada güvenin tesisinin, özel amaçlı kurumların adedinden ziyade sermaye ve hissedar yapısına dayandığı anlaşılmaktadır. Nitekim KST hükümleri de bu nedenle kimlerin VKŞ kurabileceğini sınırlı sayı prensibine göre belirlemiştir. Konuya denetim kolaylığı açısından bakıldığında dış denetim olarak ifade edebileceğimiz SPK ve bağımsız denetim kuruluşlarının denetim fonksiyonu açısından, merkezi sukûk aracıları özel bir statüye sahip olmayacaktır. Burada en önemli konu özel amaçlı kurumun iç denetiminin etkinliği meselesi olarak görülebilir. Yine tek bir merkezi kurum yapısı, özel amaçlı kurumun sukûk ihracının kaynak kuruluşu ya da fon kullanıcısından bağımsız olması gerekliliğini sağlaması açısından dikkate alınabilecektir. Ancak bahse konu bağımsızlık için merkezi tek bir kurum olması zorunlu olmayacak, her bir ihraç için farklı özel amaçlı kurumlar oluşturulması yoluna gidilmesi aşağıda izah edeceğimiz üzere daha etkin bir çözüm olabilecektir. Ayrıca merkezi özel amaçlı kurum yapısı, tüm özel kurum ihraçlarını tek bir kurum bünyesinde toplayacağından, kaynak kuruluş ya da fon kullanıcıların ticari gizlilik gereksinimleri açısından bir olumsuzluk ortaya çıkarabilecektir. Yine ihracın bu şekilde tek elde toplanması, ihraç yapılarının çeşitlenmesi, farklı hukuki ve finansal çözüm önerileri sunulması olanaklarını sınırlayabilecektir. Merkezi özel amaçlı kurumun, aynı

çıkan fon yapısına dair öneri ise SPK tarafından da çeşitli zamanlarda mevzuat değişikliği çalışmalarında gündeme gelmiştir. Ancak bugüne kadar somut bir gelişme sağlanamamıştır. Trust yapısının ise en azından bugün itibariyle Türk hukukunda düzenleme olmadığı için uygulanması mümkün görünmemektedir.

mali, hukuki ve finansal danışmanlarla, aynı İslam hukuku uzmanlarıyla çalışmak istemesi ya da zamanla bu şekilde çalışmaya başlaması sektörün kaynaklarının atıl kalmasına ve büyümeye de olumsuz etki yapabilecektir. Konuyla ilgili mülakatlarda da ayrıca bu merkezi özel amaçlı kurumun, birden fazla ihraççının aynı anda müracaatta bulunması halinde, ihraç sıralamasını nasıl yapacağı, hangi firma ihracını kime yönlendireceği, varlıkları nasıl izleyip dağıtacağı gibi tartışmalara neden olacağı ifade edilmiş ve bunun verimli ya da uygulanabilir olmayacağı hususunda görüşler serdedildiği tespit edilmiştir.

5.4.3. Varlık Kiralama Şirketinin Bağımsızlığı Hususunun İncelenmesi

5.4.3.1. Bağımsız Yapı İhtiyacının Nedenleri

Bu bölüme kadar özetlenen tespit, eleştiri ve hukuki düzenlemeler bir arada değerlendirildiğinde, özel amaçlı kurumların (varlık kiralama şirketlerinin) sukûk ihracında kullanılmasına dair temel meselelerden birinin, bu kurumların kendisinden beklenen fonksiyonları tam olarak icra edememesi riski olduğu ortaya çıkmaktadır. Sukûk ihracı için kullanılacak özel amaçlı kurumların kendisinden beklenen fonksiyonu en etkin etkin şekilde icra edebilmesi ve sukûk ihraçlarından beklenen faydaların azami şekilde elde edilebilmesi için bizim önerimiz, kurucuları ile arasında sıkı organik bağlar olan kuruluşlar yerine, özel amaçlı kurumların daha bağımsız bir yapıya kavuşturulmasıdır.

Bağımsız özel amaçlı kurumlar sayesinde, kurumsal yönetim ilkelerine uygun bir yönetim yapısı oluşturabilmesi, iç denetimin yanında bağımsız denetime tabi tutularak bu yapısının sürdürebilir kılınması ve yöneticilerin kaynak kuruluş ya da fon kullanıcıdan bağımsız kararlar alabilmesi temin edilebilecektir. Bu şekilde yatırımcıların menfaatleri korunabilecek, kaynak kuruluş/fon kullanıcıların menfaatleriyle yatırımcıların menfaatleri arasındaki muhtemel çatışmalar, eşit, dengeli ve dürüst bir şekilde en aza indirilebilecek, adil, şeffaf ve hesap verebilir bir yönetim oluşturulması sağlanabilecektir.

Özellikle ihraca dayanak varlık ve hakların İslami finansın temel prensiplerine ve Türk hukukunun öngördüğü esas ya da usullere uygun sözleşmelerle özel amaçlı kuruma devredilmediği ve dolayısıyla kira sertifikası sahiplerinin bu varlık ve haklar üzerinde iktisap etmesi beklenen haklarının tam olarak kurulmadığı eleştirileri sıklıkla dile getirilmektedir. Bu eleştirinin gerekçeleri olarak ise karşımıza anılan varlık ve hakların varlık kiralama şirketine devrine dair sözleşmelere rağmen, devreden kaynak kuruluşun bunlar üzerinde kontrolünün devam etmesi çıkmaktadır. Bu kontrol doğrudan varlıklar üzerinde olabildiği gibi kaynak kuruluşun aslında VKŞ üzerinde de tam bir kontrol sahibi olması nedeniyle dolaylı olarak da tesis edilebilmektedir. Türkiye uygulamasında VKŞ yönetim kurulu üyeleri, bizzat kurucunun üst ve orta düzey yöneticilerinden

oluşmaktadır. Anılan yönetim kurulu da esasen, kurucunun kira sertifikası ihracı ile görevli birimlerdeki yöneticiler olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu nedenle de kurucunun kendi finansman ihtiyacı için kira sertifikası ihraç ettiği bir işlemde, fon kullanıcının da varlık kiralama şirketinin de temsilcileri aslında aynı yöneticilerden oluşmaktadır. Burada kaynak kuruluşun varlık ve haklar üzerindeki kontrolünün devam etmesi ise bunların VKŞ'ye gerçek bir satışla devredilmediği eleştirilerine yol açmaktadır. Bağımsız VKŞ önerisinin bu eleştirileri de karşılayabileceği değerlendirilmektedir.

Günümüz varlık kiralama şirketlerinin iflastan korunma fonksiyonu açısından da değerlendirilmesi gerekecektir. Genel olarak menkul kıymetleştirme sisteminde özel amaçlı kurumların temel fonksiyonu olan iflastan korunma, özellikle varlıkların mülkiyetinin VKŞ'ye aktarılmadığı sukûk ihraçlarında, kaynak kuruluşlar tarafından kurulan özel amaçlı kurum yapısında tam olarak sağlanamayabilecektir. Nitekim bu koruma zayıflığı, uluslararası işlemlerde İngiliz ve Amerikan mahkeme kararlarıyla da ortaya çıkmıştır. Örneğin varlık kiralama şirketini kuran bankanın yönetim ve denetiminin TMSF'ye devri halinde Bankacılık Kanunu uyarınca varlık kiralama şirketinin yönetiminin de TMSF'ye geçecek olması yatırımcılar açısından bir risk olarak karşımıza çıkacaktır. Yine VKŞ'nin, kaynak kuruluşun tam bir iştiraki olduğu bir yapıda kaynak kuruluşun iflası, varlık kiralama şirketinin faaliyetlerinin devamını doğrudan etkileyecektir. Zira VKŞ, faaliyet merkezi, yönetim organı, operasyonel işlemleri yapacak görevliler gibi alanlarda kaynak kuruluşa organik olarak bağlıdır. Kaynak kuruluş iflas ettiğinde aslında VKŞ'nin faaliyetlerini sürdürmesi de neredeyse imkânsız hale gelecektir.

Bağımsız özel amaçlı kurumlar, özellikle kaynak kuruluşun iflasından korunma amacını hukuken de fiilen de gerçekleştirebilecektir. Zira kaynak kuruluşla organik ya da idari açılardan herhangi bir bağı olmayan bir özel amaçlı kurumun, kaynak kuruluşun olası iflasından etkilenmesi de söz konusu olmayacaktır. Örneğin, kaynak kuruluşun yönetim ve denetiminin kamu kurumlarına devri ihtimalinde, bu devir özel amaçlı kuruma da sirayet edemeyecektir.

Bilindiği üzere, KST hükümlerine göre bir VKŞ, herhangi bir süreye tabi olmaksızın kurulmakta ve aynı anda birden fazla kira sertifikası ihracını aynı dönemler içinde gerçekleştirebilmektedir. Bu ihraçlarda hangi varlıkların hangi ihracın dayanağı olduğu, bunların kim tarafından nasıl izlendiği ve olası temerrüt halinde hangi varlıktan elde edilecek getirinin kime ödeneceği konuları ihracın en temel meselelerindedir. Bu kapsamda karşılaşılabilecek bir sorun, dayanak varlık ve hakların seçimi ve izlenmesinde yeterli özenin gösterilmemesi ve bu nedenle yatırımcıların zarara uğraması riskidir. Bu özen sorununun iki temel nedeni bulunmaktadır. Birincisi kaynak kuruluşun kurduğu varlık

kiralama şirketlerinin bu işlemleri yapacak kendi personeli bulunmaması ve kaynak kuruluşun bu işle görevlendirdiği çalışanların da kaynak kuruluştan talimat aldığı için anılan işlevi icra edememesidir. İkincisi VKŞ'nin bu izlemeyi yapmak için yeterli teknik ve hukuki bilgiye sahip organizasyonu bulunmamasıdır. Nitekim bu nedenle bahse konu hizmetler, VKŞ'nin kurucusu tarafından, kurucunun personeli ve diğer kaynaklarıyla sunulmaktadır. Diğer ifadeyle kurucu bankalar, varlık kiralama şirketlerini kendi yönetim organizasyonu içindeki birimler üzerinden takip ve kontrol etmektedir. Bu durum da aslında günümüz varlık kiralama şirketlerinin, kurucuları ile olan çok yakın organik bağından kaynaklanmaktadır. Bu yapıda, VKŞ'den beklenen dayanak varlıkların raporlanması, izlenmesi ya da olası risklere karşı yatırımcıların bilgilendirilmesi gibi hususlar en azından KST'de öngörülen şekilde gerçekleştirilemeyebilmektedir. Zira bu varlık ve haklar ve bunlar üzerinde gerçekleşen tasarruflar kaynak kuruluş kayıtlarında yer almaktadır. VKŞ'nin, bu işle görevli özel personeli olmadığı için de aslında işlem ve tasarruflar kaynak kuruluş bünyesinde tamamlanmakta ve bunlarla ilgili VKŞ ya da yatırımcılara yeterli bilgi akışı olamayabilmektedir. Oysa varlık kiralama şirketleri adına bu takip ve kontrol hizmetleri sadece bu işle görevli kişi ya da kurumlarca yapılabilse, bahse konu aksaklıkların yaşanması da en aza indirilebilecektir. Konu sadece yatırımcılar açısından değil VKŞ'yi kuran ve yöneten kuruluşlar açısından da önemli hukuki riskler içermektedir. Örneğin VKŞ'nin, dayanak varlık ve hakları izleme ve raporlama konusunda yeterli hukuki ve teknik bilgiye sahip olamaması, aslında bu operasyonu yürütecek bir iç organizasyonu da bulunmaması, kurucular açısından da hukuki sorunlara yol açabilecektir. Özellikle dayanak varlık ve hakların yeterince izlenememesi ve raporlanamaması nedeniyle yatırımcıların bir zarara uğraması halinde, yatırımcıların varlık kiralama şirketi ile birlikte kurucuya da müracaat etmesi söz konusu olabilecektir. Kurucuya doğrudan müracaat edilemeyeceği kabul edilse dahi burada kurucu için önemli bir itibar riskinin ortaya çıkması da muhtemeldir.

Yine asimetrik bilgi ve vekâlet sorunu gibi kaynak kuruluş ile varlık kiralama şirketi yöneticileri arasında veya anılan yöneticiler ile yatırımcılar arasında ortaya çıkacak çıkar çatışmaları da yatırımcıların zarara uğramasına neden olabilecektir. Dolayısıyla günümüz varlık kiralama şirketlerinin genel işleyişi olan kurucunun kendi sukûk ihracı için yüzde yüz iştiraki olan bir VKŞ kurması ve kendi finansman teminini bu şirketin ihraç edeceği kira sertifikalarıyla gerçekleştirmesinin, kurucunun kendisi için de yatırımcılar için de çeşitli hukuki ve finansal riskler içerdiği tespit edilmektedir. Bağımsız özel amaçlı kurum yapısı, bilgi asimetrisi ve vekâlet sorunlarının da önüne geçebilecektir. Zira bağımsız özel amaçlı kurumun yöneticileri, karar alma süreçlerinde

kaynak kuruluş ya da fon kullanıcıların talimatlarıyla muhatap olmayacak ya da onların menfaatlerini de korumaya çalışmayacaklardır. Aksine, sukûk ihracındaki temel fonksiyonu olan dayanak varlık ve hakları yatırımcılar adına iktisap etme ve yatırımcıların lehine muhafaza ederek yönetme faaliyetlerini münhasıran yatırımcıların menfaatlerini koruma saikiyle yürüteceklerdir. Buna göre de varlık ve hakların hukuki, mali ve fiili durumları, sukûk ihracına konu yatırımın mahiyet ve finansal sonuçları ile bunlarda oluşacak değişiklikler ve yatırım kararlarını etkileyecek olası finansal ya da hukuki işlemler gibi temel konularda yatırımcılara gerekli bilgiler, bağımsız özel amaçlı kurum tarafından eksiksiz ve zamanında sunulabilecektir. Burada elbette özel amaçlı kurumun yatırımcılara sunabileceği bilgiler, kaynak kuruluş ya da fon kullanıcıdan temin edebilecekleri ile sınırlı olacaktır. Ancak fon kullanıcının tam kontrolünde olan bir VKŞ'nin, fon kullanıcıdan temin ettiği bilgilerden hangilerini paylaşacağı da esasında fon kullanıcı tarafından belirlenmiş olmaktadır. Oysa bağımsız özel amaçlı kurum, fon kullanıcının bu tür bir etkisi altında kalmadan bilgi aktarım fonksiyonunu icra edebilecektir. Benzer şekilde fon kullanıcının menfaatleri ile yatırımcıların menfaatleri çatıştığında, bağımsız özel amaçlı kurum yöneticileri asli fonksiyonlarının gereği olarak yatırımcıların menfaatlerine göre işlem tesis edebileceklerdir.

Bu kapsamda özel amaçlı kurumların bağımsız yapısı ile yukarıda bahsedilen aksaklıklar önlenebilecek ve yatırımcıların korunması amacına daha fazla hizmet edilmiş olunacaktır. Zira bu yapıda artık yöneticiler, kaynak kuruluş ya da fon kullanıcının denetim ve kontrolünde olmayacağı için dayanak varlık ve hakları sadece yatırımcıların menfaatlerini gözeterek izleyip, raporlayabileceklerdir. Burada özel amaçlı kurum, yatırımcıların yanında fon kullanıcı ya da kaynak kuruluşun menfaatlerini de aynı şekilde korumaya çalışmayacağından olası çıkar çatışmaları da önlenmiş olacaktır.

Daha önce ifade edildiği üzere kurucu ile varlık kiralama şirketi arasındaki bu organik ilişki, kurucunun varlık kiralama şirketine tayin ettiği yöneticilerinin, yönetim kurulu üyesi olmalarından kaynaklanan şahsi sorumluluklarını ortaya çıkarabileceği gibi yatırımcı ya da üçüncü kişilerin maruz kalacakları zararlardan doğrudan kurucunun hukuki sorumluluğuna da yol açabilecektir. Bu kapsamda özellikle üçüncü kişilerin finansman temini için gerçekleştirilecek ihraçlarda, fon kullanıcının ödeme yapmaması ya da SerPK veya KST'deki yükümlülüklerini ihlal etmesi halinde kurucunun sorumluluğu konusu ele alınmalıdır. Çalışmamızın önceki bölümlerine ifade edildiği üzere, Türkiye uygulamasında VKŞ'ler tek ortaklı anonim şirket olarak kurulmaktadır. Buna göre tüzel kişilik perdesinin aralanması ya da organik bağ teorileri açısından, anılan tek pay sahibinin sorumluluğuna müracaat edilmesi gündeme gelebilecektir.

Benzer şekilde, TTK md 209 hükmü uyarınca da VKŞ'nin yükümlülüklerini ihlali halinde kurucu tek pay sahibinden talepte bulunulabilecektir. İşte bağımsız özel amaçlı kurum önerisi bu hukuki risklerin ortadan kaldırılmasını da sağlayacaktır. Ayrıca özellikle varlık kiralama şirketlerinin üçüncü kişiler için gerçekleştirdikleri ihraçlarda, fon kullanıcının temerrüdü halinde kurucu finans kuruluşlarının önemli bir itibar riskiyle karşılaşacağı da aşikârdır.

Kurucular, örneğin katılım bankaları varlık kiralama şirketlerini kurmak, ticaret sicilinde tescil ettirmek ve şirketin olağan işleyiş süreçlerini yürütmekle yükümlü bulunmaktadır. Bu anlamda bir anonim şirket olarak kurulan VKŞ'nin ticari defterlerinin tutulması, tasdiki, olağan genel kurul ve yönetim kurulu toplantıları, vergi dairelerine yapılacak bildirimler, muhasebe kayıtlarının tutulması, bağımsız denetim hizmeti alınması gibi operasyonel süreçler aslında uygulamada kurucu ve kurucunun bu işlemler için tayin ettiği görevlileri tarafından gerçekleştirilmektedir. Zira yukarıda işaret edildiği gibi varlık kiralama şirketlerinin sadece yönetim kurulu üyeleri bulunmaktadır ve bu üyeler de kurucunun tayin ettiği kendi üst yöneticilerinden oluşmaktadır. Dolayısıyla aslında bahsedilen operasyonel işlemler kurucunun çalışanları tarafından yapılmaktadır. Bir başka açıdan ise bu yöneticilerin asıl işlevlerinin kaynak kuruluştaki görev ve sorumluluklarını ifa olduğu değerlendirmesiyle VKŞ'nin operasyonel işlemlerine yeterli zamanı ya da odaklanmayı sunamayabilecekleri değerlendirilmelidir.

Ayrıca uygulamada varlık kiralama şirketlerinin yöneticileri de kurucusunun atadığı kişilerdir ve esasında bu yöneticiler aynı zamanda kurucu nezdinde de yönetici olarak görev yapmaktadır. Önceki bölümlerde ifade edildiği üzere anonim şirketin yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğuna dair çeşitli düzenlemeler bulunmaktadır. Bu nedenle de kira sertifikası ihracı işleminde, olası bir temerrüt ya da mevzuat ihlali, varlık kiralama şirketinin ve dolayısıyla kurucunun yöneticilerinin sorumluluğunu da doğurabilecektir. Bağımsız özel amaçlı kurumlar, kurucunun yönetim kurulu üyelerinin bahse konu sorumluluk açısından korunmasını sağlayacaktır.

Burada kaynak kuruluşun, anılan hukuki riskten korunması sağlanırken, yatırımcıların korunması prensibi de ihlal edilmiş olmamaktadır. Zira SPK düzenlemeleri, yatırımcıları korumak için kaynak kuruluşa müracaatı bir teminat mekanizması olarak düzenlememektedir. Diğer ifadeyle, Türk hukukunda kira sertifikası ihracı için kaynak kuruluş, varlık kiralama şirketinin fiilini taahhüt etme zorunluluğuna tabi tutulmamaktadır. KST'de varlık kiralama şirketi kurabilecek kurumların sınırlanmasında amaç, sağlam bir kurumsal yönetim yapısı oluşturularak, özel amaçlı kurumun kendi borcunu ifadan kaçınmamasını temin olarak değerlendirilebilir. İslami finansın temel kuralları

açısından da sukûk ihracında kaynak kuruluşun sorumluluğuna gidilmesine dair düzenlemelere gereklilik olmadığı gibi kaynak kuruluşun anapara ya da kâr garantisi anlamına gelecek taahhütlerde bulunması da yasaklanmaktadır. Dolayısıyla özel amaçlı kurumun ihlalleri nedeniyle kurucuya müracaat edilmesinin önlenmesi bu ilkelere bir aykırılık oluşturmayacaktır.

Bütün bu açıklamalar ışığında, VKŞ kurucuları, bu işlemlerle ilgili mali ve operasyonel maliyetlere katlandıkları gibi önemli hukuki risklerle de karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu noktada sukûk ihracında görevli kurumları, bağımsız özel amaçlı kurumlar olarak yönetmek bahse konu sorunların ortadan kalkmasını sağlayabilecektir.

Günümüz sukûk ihracı uygulamalarında karşılaşılan bir başka mesele, ihraçların artık neredeyse tamamının yönetim sözleşmesi yapıları üzerinden gerçekleşmesidir. Bu tekdüzeliğin, esasen sukûk piyasasının derinleşmesine ve sukûk ihraçlarından beklenen ekonomik faydaların elde edilmesine engel olabilecek nitelikte olduğu değerlendirilmektedir. Bunun nedenlerinden biri, ihraca dayanak olabilecek varlıkların yetersizliği ise bir başka önemli neden de fon kullanıcıların malvarlıklarını gerçek satışlarla varlık kiralama şirketlerine devrederek elden çıkarmak istememesi, varlık kiralama şirketlerinin de buna koşut olarak kendi bilançolarına bu malvarlıklarını almayı tercih etmemesidir. VKŞ'nin bu tercihinin temel nedeni ise kurucusu olan banka ile konsolide finansal tablolar yayınlanacağı için bu varlıkların kurucusunun finansal tablolarında görünmesinin, anılan finansal kayıtları olumsuz etkilemesi endişesi olduğu tespit edilmektedir. Oysa yukarıda ayrıntılı olarak ifade edildiği üzere, ideal bir sukûk ihracında, dayanak varlıklar üzerinde VKŞ lehine tesis edilecek hakların, yatırımcıların korunması açısından gerçek devirler olarak gerçekleşmesi önerilmektedir. Bağımsız özel amaçlı kurum yapısının, dayanak varlık ya da hakları gerçek satışla iktisaptan en azından finansal tablo endişeleri nedeniyle kaçınılması durumunu ortadan kaldıracağını değerlendirmekteyiz. Bu şekilde dayanak varlık ve hakların gerçek satışlarla özel amaçlı kuruma devri, yukarıda zikredilen iflastan korunma amacına hizmet edeceği gibi işlemlerin İslami finansın temel prensiplerine aykırılığına dair eleştirileri de ortadan kaldıracaktır.

Yine bağımsız bir özel amaçlı kurum, sadece kaynak kuruluş ve sertifika sahiplerinin menfaatlerini değil, yatırım yapılacak projelerdeki çevre etkileri, bu yatırımlarda istihdam edilecekler, bu yatırımların etrafında yerleşikler, devlet ve sair tüm etkilenen tarafların menfaatlerini İslami finansın kendisine yüklediği sorumluluklar çerçevesinde serbestçe gözetebilecektir.

Türkiye'de uluslararası yatırımcılara pazarlanmak üzere gerçekleştirilen sukûk ihraçlarında, uluslararası yatırımcılar, ilgili bankaların kendi kurduğu varlık kiralama şirketleri üzerinden ihraç yapılmasını kabul etmemekte ve

finansman talep eden bankadan tamamen bağımsız, bankanın üzerinden hiçbir kontrolü olmayan özel amaçlı kurumlar üzerinden işlem yapmayı tercih etmektedir. Anılan özel amaçlı kurumlar Cayman Adaları gibi vergi avantajları olan ülkelerde kurulmaktadır. Burada elbette yatırımcıların vergi avantajlarından yararlanmak istemesi, bu yapının gerekçelerinden biridir. Ancak yatırımcıların her bir sukûk ihracında, fon kullanıcı bankadan tamamen bağımsız yeni bir özel amaçlı kurum oluşturulmasını istemelerinin bir diğer nedeninin, ihraca dayanak varlıkların hukuki bir tartışmaya neden olmayacak işlemlerle bu özel amaçlı kuruma aktarılabilmesi olduğu görülmektedir. Bu sayede fon kullanıcının, özel amaçlı kurum ve dolayısıyla dayanak varlıklar üzerinde kontrol ve tasarruf olanakları ortadan kaldırılacak ve fon kullanıcının olası iflası halinde dayanak varlıklar üzerinde hukuken korunabilir hak ve alacaklar tesis edilebilecektir. Nitekim Türkiye'de gerçekleşen uluslararası ihraç yapıları incelendiğinde, ihraç İslam hukukunun hangi akdine dayanmış olursa olsun dayanak varlıklar üzerinde "beneficial ownership" şeklinde ifade edilen mülkiyet tesis edildiği ve özel amaçlı kurumun anılan varlıklar üzerinde beneficial ownership yapısı üzerinden hak sahibi kılındığı tespit edilmektedir. Bu sukûk yapılarındaki sözleşmeler de İngiliz hukukuna tabi kılınarak özel amaçlı kurumun ve dolayısıyla yatırımcıların dayanak varlıklar üzerindeki hak ve alacakları hukuki bir korumaya alınmaktadır. Ancak her bir ihraç için örneğin Cayman Adalarında ayrı bir özel amaçlı kurum kurulması, fon kullanıcı banka açısından ilave ve uzun süreli maliyetlere yol açmaktadır. Zira bu özel amaçlı kurumun kuruluşu, ihracın vadesi süresince işletilmesi, belge kayıt takibi ve ihraç sonrası tasfiyesi gibi hizmetler için yurtdışındaki aracı firmalara hizmet ücretleri ödenmek zorunda kalınmaktadır.

Bu çerçevede Türkiye'de de fon kullanıcı ya da kaynak kuruluştan bağımsız nitelikte özel amaçlı kurum yapısı oluşturulması ve bunların ihraca dayanak varlıklar üzerinde herhangi bir tasarruf hakkının bulunamaması sağlandığında, bahse konu uluslararası ihraçlar için yurtdışında ayrı özel amaçlı kurumlara müracaata gerek kalmayabilecektir. Burada elbette özel amaçlı kurumun vergilendirilmesine dair kuralların da yurtdışında kurulacak özel amaçlı kurumlara ilişkin vergi düzenlemeleri ile en azından eşit olması da sağlanmalıdır.

Bağımsız özel amaçlı kurumların bir başka avantajı, VKŞ ile kurucusu ve tek ortağı arasında gerçekleşen dayanak varlık ve hakların alım-satımı ile varlık kiralama şirketine ödenen hizmet bedellerinin transfer fiyatlaması yoluyla örtülü kazanç aktarımı olarak değerlendirilmesine dair riskleri tamamen ortadan kaldıracak olmasıdır. Burada, varlık kiralama şirketi ile fon kullanıcılar KVK hükümleri anlamında ilişkili taraf sayılmayacak bir yapıya kavuşturulduğunda, dayanak varlıkların bedelleri ya da hizmet ücretleri taraflar arasında serbestçe

belirlenebilecektir. Elbette burada dayanak varlık ve hakların devir, kira, kullanım ya da iade bedellerinin olağan piyasa fiyatlarının çok altında ya da üstünde belirlenerek İslami finansın temel yasaklarına karşı bir dolanma yapılmasından bahsedilmemektedir. Anılan bedeller SerPK ve KST düzenlemelerindeki sınırlar dâhilinde gerçek değerler üzerinden belirlenecektir. Ancak, özel amaçlı kurum ya da işlemin diğer aracılarının alacağı hizmet bedellerinin ilave sınırlamalara tabi olmadan belirlenebilmesi maliyet avantajları sağlayacağından tüm tarafların menfaati açısından faydalı olabilecektir.

Kira sertifikası ihraçlarına yatırımcıların talebinin şartlarından biri de elbette vergi avantajlarıdır. Konuya ilişkin vergi düzenlemeleri incelendiğinde varlık kiralama şirketinin kurucu ya da yöneticilerinin vergi rejimini değiştirmeyeceği tespit edilmektedir. Şu halde bağımsız özel amaçlı kurum yapısının mevcut vergi avantajlarına olumsuz bir etkisi de söz konusu olmayacaktır. Burada vergi düzenlemelerinde, mevcut avantajlardan yararlanma açısından varlık kiralama şirketlerinin ismen zikredilmiş olması bir engel olarak karşımıza çıkabilecektir. Dolayısıyla kurulacak özel amaçlı kurumlara farklı bir isim verilmesi gerektiğinde vergi mevzuatının da bu yeniliğe uyumlaştırılması gerekecektir.

Vergi konusunda önemli bir nokta kamu sukûk ihraçları ile özel sektör sukûk ihraçları arasında var olan vergi istisna ve muafiyet farklılıklarıdır. Yukarıda izah edildiği üzere HMVKŞ'nin kendisi de ihraç ettiği kira sertifikaları da özel sektör VKŞ'lerinden ve ihraçlarından daha avantajlı bir vergi rejimine tabidir. Oysa sukûk ihraçlarının, özel sektör firmaları ve yatırımlarını İslami finans alanında değerlendirmek isteyen yatırımcıların ihtiyaçlarını giderebilecek şekilde yaygınlaştırılması için bu farklılığın ortadan kaldırılması gereklidir. Bu anlamda özel sektör tarafından kurulan varlık kiralama şirketlerinin de HMVKŞ ile aynı avantajlara sahip olması gerekir. Bu kapsamda KVK uyarınca nasıl HMVKŞ'ler kurumlar vergisinden muaf tutulmuşsa, bağımsız özel amaçlı kurumların da aynı muafiyetten yararlandırılması değerlendirilmelidir.

5.4.3.2. Bağımsız Yapıya İlişkin Eleştiri ve Değerlendirmeler

Bu bölümde bağımsız özel amaçlı kurum yapısının olumsuz etkilerine dair muhtemel eleştiriler ile bunlara dair görüş ve önerilerimiz ele alınacaktır. Burada ilk dikkat edilmesi gereken konu, sukûk ihracı işleminin özü itibariyle İslam iktisadının bir finansman ürünü olması ve tüm sukûk ihraçlarının İslami finansın temel ilke ve prensiplerine uygun yapıda olması gerekliliğidir. Kanaatimizce tahvil, bono, yatırım fonu gibi çok çeşitli finansal ürünlerin kullanıldığı sermaye piyasalarına sukûk ihracını da dâhil etmenin ana amacı, İslami finans ürünleri kullanmak isteyen piyasa aktörlerine ulaşmak olmalıdır. Diğer ifadeyle, yüzyıllardır uygulanan faizli finans ürünleri yeterince kazanç sağlıyorken, ilave

operasyonel süreç ve maliyetleri gerektiren yeni bir ürüne olan talep, kendine has bir amaç ya da gereklilik ile mümkün olabilecektir. Şu halde özel amaçlı kurumların, tüm işlem ve faaliyetlerinde, İslami finansın ilke ve kurallarına uygun hareket etmesi beklenecektir. Türkiye'de İslami finans henüz gelişme aşamasındadır ve bu alanın en kurumsal aktörleri de katılım finans kuruluşları olarak bankalarıdır. Bu kapsamda bankaların kontrol ve denetiminin tamamen dışında faaliyet gösterecek özel amaçlı kurumların, anılan ilke ve prensiplere uyumunun denetiminde aksaklıklar yaşanabileceği düşünülebilir. Bu tür aksaklıklar ya da kötü uygulamalar ise sektörün tamamı için önemli bir itibar riski ve sektöre olan ilginin azalması sorunlarını doğurabilecektir. Bu tür sorunlar yaşanmaması için bu alanın kamu otoritesince sürekli ve sıkı şekilde düzenlenmesi, izlenmesi ve denetlenmesi gerekecektir. Nitekim derinlemesine mülakatlar sırasında da katılımcılar tarafından, sukûk ihraçlarında en azından sektörün belirli bir yetkinliğe ulaşmasına kadar özellikle bankaların etkin rol oynamasının faydalı olacağına işaret edildiği tespit edilmektedir.

Özel amaçlı kurumların bağımsızlığı önerisine getirilebilecek bir başka bir eleştiri, yatırımcıların sukûk ihraçlarına olan güveniyle ilgili olabilecektir. Zira günümüz sukûk ihraçlarında gerek bireysel gerekse kurumsal yatırımcıların (genel veya profesyonel yatırımcılar), karar aşamasında ihracı gerçekleştiren VKŞ'nin kurucusunu da bir değerlendirme ölçütü olarak kabul ettiği bilinmektedir. Özellikle banka iştirakleri tarafından gerçekleştirilen sukûk ihraçlarında yatırımcılar, kurucu bankaya güvenerek bu ihraca katıldıklarını ifade etmektedirler. Dolayısıyla varlık kiralama şirketinin bağımsızlığını temin etme çabası, yatırımcılar nezdinde, bunların arkasında banka gibi güvenilir kurumlar olmadığı kanaatinin oluşmasına ve ihraca olan talebin azalmasına neden olabilecektir. VKŞ'nin sermaye, yönetim ve organizasyon yapısı da nazara alındığında, bu tür bir endişe ya da eleştirinin dikkate alınması gerekeceği görülmektedir. Bu noktada kanaatimizce odaklanılması gereken konu, sukûk ihracında yatırımcıların aslında hukuken kimin riskini üstlendiği meselesidir. Sukûk hangi yapıda ihraç edilirse edilsin esasen yatırımcılar, fon kullanıcının hukuki ve finansal riskini üstlenmektedirler. Zira fon kullanıcı akdettiği sözleşmelerdeki edimlerini ifa ettiği sürece (yatırım projesi beklenen performansı sağlıyorsa), yatırımcılar bekledikleri getirileri elde edebilecektir. Burada varlık kiralama şirketine olan güvenin esası, bu kurumun ihraç sürecinin sonuna kadar kendisinden beklenen yatırımcıların korunmasına dair sorumluluğunu ifadır. Bu nedenle de VKŞ'nin arkasında kurumsal olarak güçlü bir organizasyonun bulunması ihtiyacından bahsedilebilecektir.

Yukarıdaki hususlar nazara alındığında, bağımsız özel amaçlı kurum önerisinin, en azından bu alandaki kurumsallaşma tamamlanıncaya kadar,

bu kurumların sadece katılım finans alanında faaliyet gösteren bankalar tarafından kurulması ve aşağıda zikredilen bağımsızlığı sağlayacak önlemlerle yönetilmesi şeklinde uygulanması mümkün olabilecektir.

Bu açıdan kanaatimizce İslami finans alanındaki kurum, kuruluş ve işlemlerin merkezi bir denetim kurulunun düzenleme, standart ve denetimine tabi kılınması gerekmektedir. Bugün sadece TKBB nezdinde kurulu bulunan ve bu nedenle de ancak anılan birliğe üye bankaların faaliyetlerine ilişkin düzenleme ve denetleme yapabilen bir danışma kurulu bulunmaktadır. Bu merkezi kurumun, İslami finans alanında faaliyet gösteren tüm kişi ve kurumların tabi olacağı bir kuruluş olarak yeniden düzenlenmesi bu denetim ve düzenleme fonksiyonunu güçlendirebilecektir. Bu düzenleme sayesinde, bankalar dışında kurulan VKŞ'ler de tüm işlem ve faaliyetlerini anılan merkezi danışma kurulunun belirlediği ilke ve standartlara uygun yürütmek zorunda olacağı ve yapacağı işlemler de bu merkezi danışma kurulu tarafından denetleneceği için yukarıda bahsettiğimiz temel ilke ve kurallara aykırılık riski de en aza indirilmiş olabilecektir.

Bağımsız özel amaçlı kurumlar açısından üzerinde durulabilecek bir başka sorun, bu kurumlara ihraç kapsamında devredilecek olan dayanak varlıkların özel amaçlı kurum tarafından ihraç amacına aykırı tasarruf edilmesi ya da vade sonunda kaynak kuruluşa iade edilmemesi varsayımıdır. Mevcut yapıda, tek ortaklı olarak kurulan varlık kiralama şirketi, kurucusunun ihraçlarını gerçekleştirdiğinde, dayanak varlıkları kendi kurucusundan devralmakta ve vade sonunda bunları kurucusuna iade etmesi beklenmektedir. Bu ilişkide VKŞ'nin temsil ve idaresi aslında kurucunun yöneticileri tarafından yürütüldüğü için VKŞ'nin anılan dayanak varlıkları kaynak kuruluşa iade etmemesi gibi risk ya da ihtimal teorik olarak da pratik olarak da söz konusu olmayacaktır. Bu nedenle banka ya da finans kurumlarının, kendi varlık kiralama şirketleriyle kira sertifikası ihraç etmeleri aslında anılan kurumlar için önemli bir hukuki koruma sağlamaktadır. Üçüncü kişi fon kullanıcılar için yapılan ihraçlarda ise VKŞ'nin kurucusu ve tek pay sahibi olan bankalar, kurumsal ve sıkı denetim altındaki kurumlar olduğundan, bir iflas ya da TMSF'ye devir gibi olağanüstü hukuki engeller ortaya çıkmazsa, VKŞ'nin bu edimlerini yerine getirmemesi ya da getirememesi beklenmemektedir. Zira bu tür bir ihlal, mevzuata aykırılık nedeniyle müeyyidelere tabi olmasının yanında ve belki bunun daha da ötesinde, kurucunun ticari itibarını ortadan kaldıracak olması nedeniyle beklenmeyecektir. Diğer ifadeyle tek pay sahibi sıfatıyla bir bankanın, kendi atadığı ve aslında kendi yöneticileri tarafından idare edilen varlık kiralama şirketinin dayanak varlıkları iade etmemesine müsaade etmesi beklenmeyecektir.

Bu çerçevede, yukarıda zikredilen kurumsal yapılardan bağımsız varlık kiralama şirketleri ile kira sertifikası ihracı işlemleri yapılmasına dair bir talebin ilk anda olumsuz tepki alması beklenebilir. Burada üzerinde durulması gereken husus, sukûk işlemlerinde özel amaçlı kuruma devredilen varlık ya da hakların aslında tüm tarafların amaç ve iradelerine göre yatırımcılara ait sayılmasıdır. Diğer ifadeyle, özel amaçlı kurum her ne kadar bu varlıkları kaynak kuruluştan devralıyorsa da bunları kendi menfaati için değil sadece yatırımcıların menfaatinin korunması amacıyla iktisap etmektedir. Bu açıdan anılan varlıklar üzerinde kendi yararına tasarrufta bulunması, tüm tarafların iradelerine ve amaçlarına aykırı olacaktır. Ayrıca gerek SerPK ve gerekse KST hükümlerinde varlık kiralama şirketlerinin kira sertifikası ihracı dışında ticari faaliyette bulunması yasaklanmakta, varlık ve haklar üzerinde de ihraç amacı dışında işlem yapma ehliyeti sınırlanmaktadır. Dolayısıyla bağımsız bir özel amaçlı kurumun, varlık ve haklar üzerinde ihraç amacı dışında kendi lehine tasarruflarda bulunması mümkün olmayacak, bulunmuş olsa da bu tasarruflar geçerli kabul edilemeyecektir. Burada tartışılması gereken konu özel amaçlı kurumun, yatırımcıların talep ve isteğine göre işlem tesis edip edemeyeceğidir. Diğer ifadeyle, bir bağımsız özel amaçlı kurum, yatırımcıların talimatı ile dayanak varlık ve haklar üzerinde dilediği gibi tasarrufta bulunabilecek midir? Örneğin vadede kaynak kuruluşa iade edileceği kararlaştırılan bir taşınmaz, değer artış kazancından faydalanmak için iade yerine üçüncü kişilere satılabilecek midir? Böyle bir tasarruf kaynak kuruluşun, ihracın sonunda geri almayı beklediği varlıklarını kaybetmesi sonucunu doğurabileceğinden, günümüz sermaye piyasası işlemleri açısından kaynak kuruluşların bu tür bir hukuki risk üstlenmeleri beklenemeyecektir. Ancak bağımsız özel amaçlı kurum yapısında, yatırımcıların da varlık kiralama şirketine verecekleri bir talimatla dayanak varlık ve haklar üzerinde ihraç amacına aykırı tasarruflarda bulunmalarının mümkün olamayacağı değerlendirilmektedir. Zira öncelikle bu varlık ve haklar üzerinde yapılacak işlemler, taraflar arasındaki sözleşmelerle belirlenecek olup, varlık kiralama şirketinin bu sözleşmelere aykırı işlemler yapması hukuki sorumluluğunu doğuracaktır. İkinci olarak, özel amaçlı kurumlar SPK'nın denetimi altında faaliyet göstermekte olup, SPK mevzuatına aykırı herhangi bir işlemi, faaliyetlerinin sonlandırılmasına kadar varabilecek idari müeyyidelere neden olabilecektir. Bu tür müeyyideler ise bilindiği gibi sadece tüzel kişiliğe değil tüzel kişiliğin yöneticilerine de uygulanmakta olup, özel amaçlı kurumun yöneticileri de bahse konu müeyyidelerin muhatabı olacaktır. Üçüncü olarak, kira sertifikası ihraçlarına ilişkin vergi avantajları, işlemlerin ihraca dair sözleşmelerde kurgulandığı gibi yapılması halinde uygulanmaktadır. Yukarıda verilen örnek açısından dayanak taşınmazın üçüncü kişilere satışı, ihraçta uygulanması

beklenen vergi avantajlarını da ortadan kaldıracaktır. Dördüncüsü, bir özel amaçlı kurumun bu tür bir tasarrufta bulunması bundan sonra hiçbir sukûk ihracında görev alamamasıyla sonuçlanacak bir itibar riski oluşturacaktır. Son olarak da yatırımcılar açısından, özel amaçlı kurumun kendi hesaplarına akdettikleri sözleşmelere aykırı işlem yapma talimatı vermeleri, akde aykırılık ya da haksız fiil olarak kabul edilecek ve yatırımcıların da hukuki sorumluluğunu ortaya çıkaracaktır. Bütün bu nedenlerle bağımsız özel amaçlı kurum yapısının, kaynak kuruluş açısından ilave hukuki riskler ortaya çıkaracak işlemler yapmasının kolay ya da mümkün olmayacağını değerlendirmekteyiz.

Yukarıda ifade edilen teorik sorunların önlenmesi için bağımsız varlık kiralama şirketi yapısında, bu şirketleri kimlerin kurabileceğine dair KST düzenlemesinde olduğu gibi sınırlı sayı prensibiyle belirleme yapılması ve mali, hukuki, operasyonel ve teknik açılardan yeterli sermaye, bilgi, tecrübe ve itibar sahibi kuruluşların bu faaliyetleri yürütmesine izin verilmesi yoluna gidilebilecektir.

Aynı zamanda sukûk ihracı için kurulacak özel amaçlı kurumun, işlem ehliyetinin sadece ihracı gerçekleştirmeye yeterli olacak şekilde sınırlanmasına devam edilmesinin gerekli olacağı kanaatindeyiz. Günümüzde uluslararası işlemlerde de ülke içi ihraçlarda da bu tür sınırlamaların kabul edildiği tespit edilmektedir. Burada sınırlı ehliyetli bir tüzel kişiliğin, sukûk ihracı kapsamında akdedeceği sözleşmelerin sıhhatinin tartışmaya açılıp açılmayacağı sorusu akla gelebilecektir. Zira sınırlı ehliyetli kişinin yaptığı işlemlerin geçerliliği tüm hukuk sistemlerinde ayrıca düzenlenmektedir. Bu konuya İslami finans perspektifinden bakıldığında, iki hususa işaret etmek gerektiği kanaatindeyiz. Bunlardan ilki sözleşme özgürlüğü ve ikincisi de emredici kurallarla yasaklanmamış işlemlerin yapılmasının mümkün olduğu prensipleridir. Bu kapsamda, sadece sukûk ihracı için bir özel amaçlı kurum ihdas edilmesi ve bu kurumun sadece ihraca ilişkin işlemleri yapabilmesi, bunun dışındaki işlemler (örneğin sukûk ihracıyla ilgisi olmayacak kredi alma, borçlanma, mal ve hizmet alım satımları gibi) açısından ehliyetsiz sayılmasında bir sorun olmayacağı kanaatindeyiz. Bu tür sınırlamalar, esasen sukûk yatırımcılarının ve dolayısıyla bu alandaki tüm aktörlerin açıkça menfaatine sonuçlar ortaya çıkarmaktadır. Diğer ifadeyle bu sınırlamalar, maslahata uygunluk açısından da bir sorun oluşturmamakta, bilakis tüm tarafların ve kamunun menfaatini korumaktadır. Sukûk yatırımcıları açısından, bahse konu sınırlamalar ihracın ilk anından itibaren bilinmekte olduğundan, işlem tarafları arasında bu konuda bir bilinmezlik olmadığı da tespit edilmektedir. Dolayısıyla özel amaçlı kurumlara getirilen işlem sınırlamalarının, İslami finansın temel ilkelerine uygun olduğu nazara alınarak aynı sınırlamaların bağımsız özel amaçlı kurumlar için de sürdürülmesi

gerektiği kanaatindeyiz. Sınırlı ehliyetli kişilerin hukuki işlem yapabilmelerinin İslam hukuku pratiği açısından da kabul edildiğine işaret etmek gerekir. Yukarıda ifade edildiği üzere vakıflar bu kapsamda zikredilebileceği gibi kölelik kurumu da sınırlı ehliyetlilerin hukuki işlemlerinin geçerliğine dair bir bakış açısı sunabilecektir.

5.4.3.3. Bağımsızlığı Sağlama Yöntemleri

Önceki bölümlerde de işaret ettiğimiz üzere sukûk ihracında görevli özel amaçlı kurumların yapısı konusunda önerimiz, bu kurumların mevcut durumlarından daha bağımsız bir yapıya kavuşturulmasıdır.

Bu bağımsızlığı sağlamanın yollarından biri uluslararası literatür ve uygulamada "Orphan SPV" olarak adlandırılan yapının kurulması olabilecektir. Orphan SPV'ler esasen ihracın tüm taraflarından tamamen bağımsız bir şekilde kurulan özel amaçlı kurumlardır. Bunlar kural olarak, vergi istisnaları uygulanan ülkelerde, hukuk ya da mali müşavirlik şirketlerince, sadece tek bir sukûk ihracı için kurulmaktadır. Bu şirketlerin fon kullanıcı, kaynak kuruluş, yatırımcılar ya da ihraç sürecinde görevli diğer aracılarla organik bağı bulunmamakta, bu anlamda kaynak kuruluş ya da fon kullanıcı ile konsolide edilmemektedir. Bu şekilde kaynak kuruluşun anılan şirketler üzerinde herhangi bir kontrol olanağı da bulunmamaktadır. Elbette bu tür bağımsız özel amaçlı kurular için yurtdışına ya da başka hukuki sistemlerine gitmeye gerek olmayacağını değerlendirmekteyiz. Türkiye'de sukûk ihracına ilişkin olarak vergi mevzuatında yapılacak düzenlemeler ile orphan SPV mahiyetinde özel amaçlı kurumlar ihdas edilebilecektir. Özellikle HMVKŞ'ye sağlanan pek çok mali ve hukuki olanakların diğer varlık kiralama şirketlerine de sağlanması bu yönde atılacak bir adım olabilecektir.

Bağımsız özel amaçlı kurumların ihdas edilmesinde diğer bir yöntem, mevcut anonim şirket yapısının korunması ancak bu şirketlere atanacak yönetim kurulu üyelerinin ve bu anlamda kurumsal yönetim yapısının bağımsızlığının sağlanması olabilecektir. Bu öneri kapsamında varlık kiralama şirketinin kurucusunun, TTK hükümleri uyarınca pay sahibi sıfatıyla yönetim kurulu üyelerini dilediği gibi atayabileceği nazara alındığında, yine teorik olarak tek pay sahibi olan kurucunun, tüm yönetim kurulu üyelerini, kendisinin tamamen denetim ve kontrolü dışında profesyonel kişilerden oluşacak şekilde ataması mümkündür. Buna ilave olarak doğrudan yatırımcıların ya da SPK'nın atayacağı bir üyenin yönetim kurulu kararlarını onaylaması şeklinde bir yapı da önerilebilecektir. Bu sayede yatırımcıların kendi seçtikleri ya da SPK'nın belirlediği temsilci niteliğinde bir üyenin, en azından yatırımcıların menfaatlerinin korunması açısından kendisinden beklenen fonksiyonu icra etmesi beklenebilecektir. Konuya Türk hukuku açısından bakıldığında, özellikle TTK'nın şirketler topluluğu hükümleri

nazara alındığında, yavru şirket niteliğinde kurulacak bir özel amaçlı kuruma sadece bağımsız yöneticiler atanmış olması, özel amaçlı kurumun tüm kararlarını ana şirketten bağımsız verebilmesini sağlamaya yeterli olmayabilecektir. Dolayısıyla anılan yönetim kurulu üyeleri ile pay sahibi arasında hala vekâlet problemi, bilgi asimetrisi ve çıkar çatışması çıkması olasılığı devam edebilecektir.

Özel amaçlı kurumların bağımsızlıklarını temin için bir başka yöntem de bu kurumların "fon" olarak kurulması olabilecektir. SerPK md 52 ve III-52.1 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği hükümlerine göre[19] fon malvarlığı, kurucusunun ve fonu işleten portföy yönetim şirketinin malvarlığından ayrı kabul edilmektedir. Diğer ifadeyle fonlar, tüzel kişilikleri olmamasına rağmen ticari işletmelerin aksine özel bir malvarlığı niteliğini haizdir. Fon, bir malvarlığı topluluğu olarak portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmekte ve temsil edilmektedir. Fonların tüzel kişiliği yoksa da tapu ve diğer resmî sicillerde yapılacak işlemler gibi bazı konularda tüzel kişilik olarak kabul edilmektedir. Diğer ifadeyle burada sayılan işlemler bizzat fon adına gerçekleştirilmekte ve ilgili sicillerde fon malik olarak kaydedilmektedir.

Varlık kiralama şirketlerinde olduğu gibi fonların da mal varlığı, iç tüzüğünde hüküm olması şartıyla fon için alınacak krediler, türev ya da açığa satış işlemleri veya fon adına gerçekleştirilen benzeri işlemler dışında teminat olarak kullanılamamaktadır. Fon mal varlığı hiçbir şartta fonun amaçları dışında tasarruf edilemeyecek, herhangi bir alacağın tahsili için haczedilmeleri, ihtiyati tedbire konu olmaları ya da iflas masasına kaydedilmeleri mümkün olamayacaktır. Fon malvarlığı tasfiye edilirse, buradan fon katılma payı sahipleri ödeme alabilmektedir. Yine fonun üçüncü kişilerden olan alacakları ile fonu kuran portföy yönetim şirketlerinin aynı kişilere olan borçları birbirlerine mahsup edilememektedir. SPK düzenlemelerinde, kuruluş amaçlarına göre ayrı Tebliğler ile düzenlenen çeşitli fon türleri (gayrimenkul yatırım fonu, girişim sermayesi yatırım fonu, varlık finansman fonu ve konut finansman fonu gibi) ve uygulamaları bulunmakla birlikte, bunların yapısı, malvarlığının hukuki statüsü ve malvarlığına sağlanan hukuki korumaların genel olarak yukarıda işaret edildiği şekilde olduğu söylenebilecektir. Dolayısıyla varlık kiralama şirketlerine ve ihraç kapsamında devredilen dayanak varlıklara getirilen hukuki korumanın, fon varlıklarına dair hükümlere koşut şekilde düzenlendiği tespit edilmektedir.

Buna göre bağımsız özel amaçlı kurumların fon olarak tasarlanması değerlendirilebilecektir. Fon yapısının en temel avantajı, iflastan korunma fonksiyonunu

---

19 Yatırım fonu, portföy yönetim şirketleri tarafından kurulan, Tebliğ uyarınca oluşturulan portföyü inançlı mülkiyet esaslarına göre yatırımcılar hesabına işleten, tüzel kişiliği olmayan mal varlığı olarak tanımlanmaktadır.

tam olarak ifa edebilecek olmasıdır. Zira fonlar iflasa tabi değildirler. Dolayısıyla bir fonun iflas etmesi ve bu kapsamda yatırımcıların iflastan etkilenmeleri teorik olarak da mümkün olmayacaktır. Fon yönetimine istenirse kaynak kuruluş temsilcisi alınabileceği gibi daha önemlisi yatırımcıların temsilcisi de dâhil edilebilmektedir. Bu sayede dayanak varlıkların sahibi olduğu kabul edilen sertifika sahipleri, bu varlıkların yönetimi ile ihraçtan beklenen getirilerin elde edilmesi için gerekli tasarrufların icrasına bizzat katılmış ve karar alma mekanizmalarında temsil edilmiş olacaklardır. Bu temsil sayesinde de bilgi asimetrisi sorunu büyük oranda aşılmış olacaktır. Ayrıca dayanak varlıkların takip ve kontrolü de gerek fon kullanıcı ve gerekse yatırımcılar açısından daha etkin ve kolay olacaktır. Ancak fon yapısına tüm iktisaplar için tüzel kişilik tanınması uygun olacaktır, zira yukarıda ifade edildiği üzere sukûk ihraçlarına yöneltilen temel eleştirilerden biri dayanak varlık ve hakların gerçek satışla özel amaçlı kuruma devredilememesidir. Bu açıdan, tüzel kişilik tanınacak fonlara yapılacak devirler, bu eleştirileri de ortadan kaldırabilecektir.

Varlık kiralama şirketlerinin anonim şirket olarak kurgulanmasının yol açabileceği bir sorun, farklı ihraçlara ait dayanak varlık ve hakların farklı yatırımcı gruplarına tahsis edilme zorunluluğudur. Bilindiği üzere Türk hukukunda anonim şirketlerin sahibi oldukları mal ve hakları, ayrı alacaklı gruplarına tahsis etmelerini sağlayacak mevzuat düzenlemeleri ya da muhasebe kayıt sistemleri bulunmamaktadır. Anılan varlık ve hakların her bir ihraç için ayrı izlenmesi KST ile düzenlenmiştir. Bu durumda anonim şirket olarak kurulmuş bir varlık kiralama şirketinin temerrüdü ve yatırımcıların bu şirkete karşı hukuki takip yollarına müracaat etmeleri halinde, İİK hükümleri açısından her bir alacaklının, VKŞ'nin bütün varlıklarına müracaat edemeyeceği iddiasının hukuki tartışmalara neden olabileceğini işaret etmek gerekir. İşte bu noktada fon yapısı yatırımcıların bu açıdan korunması amacına da hizmet edebilecektir.

Esasında faizsiz finans ve kira sertifikası ihraçları alanında yeni mevzuat düzenlemeleri yapılması kamu tarafından yayımlanan planlarda da yer almaktadır. Nitekim Cumhurbaşkanlığı nezdinde hazırlanan 11. Kalkınma Planına göre kira sertifikası ihraçların gerçekleştiren özel amaçlı kurumlar bakımından uygulama kolaylıkları sağlayacak hukuki düzenlemeler yapılacağına ve kamu yatırımlarında sukûk ihraçlarının daha fazla kullanılacağına işaret edilmektedir (T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, 2019, s. 46). Dolayısıyla alanın önemli hukuki ve finansal aktörlerinden olan varlık kiralama şirketlerinin de bu düzenlemelerin kapsamına alınmasının ve kendilerinden beklenen fonksiyonu icra edebilmelerini sağlayacak bir hukuki ve mali altyapıya kavuşturulmalarının mümkün olacağını değerlendirmekteyiz.

5.5. Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Derinlemesine Mülakat Çalışması

Bu bölümde çalışmamız kapsamında gerçekleştirdiğimiz derinlemesine mülakatlardan elde ettiğimiz sonuçlar yer alacaktır.

Burada öncelikle sukuk ihracına katılan taraflardan her birinde görev alan uzmanlarla yapılan görüşmelerden elde ettiğimiz sonuçlara, bunlar ilgili uzmanlık alanına göre sınıflandırılarak ayrı başlıklar halinde ve sistematik olarak yer verilecek, nihai olarak da görüşmelerden ulaştığımız genel sonuçlar ve değerlendirmelerimiz yer alacaktır.

Derinlemesine mülakat yapılan katılımcılara ilişkin bilgiler ile katılımcılara yönetilen sorular ve katılımcıların cevapları çalışmamızın ekinde yer almaktadır.

5.5.1. İslami Finans Alanında Danışma Komitelerinde Çalışan Uzmanlar İle Yapılan Görüşmelerden Elde Edilen Sonuçlar

a- Anılan uzmanlara göre sukûk ihraçları İslami finans prensipleri açısından incelendiğinde, esasen bu ihraçlar için bir özel amaçlı kurum ihdası zorunluluğu bulunmadığı kabul edilmektedir. Çalışmamızın önceki bölümlerinde incelediğimiz uluslararası kaynaklarda da serdedilen ve bazı mevzuat düzenlemelerinde de dayanak bulabilecek bu görüşün, mülakat yaptığımız uzmanlar tarafından da paylaşıldığı anlaşılmaktadır. Bu değerlendirmeye göre kaynak kuruluşlar, doğrudan yatırımcılarla akdedecekleri sözleşmeler yoluyla sukûk ihraç edebileceklerdir.

b- Ancak İslam hukuku açısından bir zorunluluk olmasa da ihracın bir özel amaçlı kurum tarafından gerçekleştirilmesinin çeşitli ekonomik ya da hukuki faydaları bulunduğu bu uzmanlarca da kabul edilmektedir. Bu anlamda, yatırımcılar lehine teminat tesisini sağlaması, çok sayıda yatırımcıyla ayrı hukuki işlemler yapmanın zorluklarının bertaraf edilmesi, ihraca konu varlık ve hakları iflas riskinden koruma, yatırımcıların haklarını koruyacak bağımsız bir kuruma olan ihtiyaç gibi nedenlerle özel amaçlı kurumların sukûk ihraçlarında kullanılmasının faydalı ve gerekli olacağı tespit edilmektedir. Yine kamu ihraçlarında, devlete ait varlıkların özel kişilere devrinin tercih edilmemesi de özel amaçlı kurumların varlığını gerektirmektedir. Nitekim çalışmamız kapsamında incelediğimiz kaynaklarda da özel amaçlı kurumların, hukuki ve iktisadi açılardan işlemin tüm taraflarının menfaatine olacak fonksiyonlar icra ettiğine işaret edilmektedir. Mülakat yaptığımız uzmanların da bu konuda benzer görüşleri paylaştığı tespit edilmektedir.

c- Görüşmeciler, İslam hukukunun tüzel kişilik kurumunu tanıdığını, bu çerçevede özel amaçlı kurumların da tüzel kişilikler olarak varlık

gösterebileceklerini kabul etmektedir. Buna göre özel amaçlı kurumlara, faaliyet gösterdikleri ülkelerde ayrı hukuki kişilik tanınmışsa, İslam hukuku açısından da bunların, kurucusundan farklı bir tüzel kişi olarak kabul edilmesinde bir sakınca olmayacaktır. Zira İslam hukukunun temel prensiplerine aykırı olmamak kaydıyla meri mevzuat hükümlerine riayet edilmesi mümkün olabilmektedir.

ç- Ancak özel amaçlı kurumları, normal bir şirket olarak görmek de doğru olmayacaktır. Zira bunlar faaliyet alanları ve işlem ehliyetleri sınırlanmış, sadece sukûk ihracı için kurulmuş bir aracı kuruluş mahiyetindedir.

d- Türkiye'deki varlık kiralama şirketlerinin mevcut yapısı, kurucuları ile olan yakın organik ilişkisi, bu şirketlerin en önemli fonksiyonu olan yatırımcı menfaatlerinin korunmasını olumsuz etkileme potansiyeline sahiptir. Zira bu bağ nedeniyle yatırımcı, fon kullanıcı ve özel amaçlı kurum arasında menfaat çatışmaları ortaya çıkabilecek, bu çatışmada yatırımcıların zarar görmesi söz konusu olabilecektir. Bu nedenle de anılan şirketlerin bağımsız bir yapıya kavuşturulmasının faydalı olacağı ifade edilmektedir. Bu bağımsızlık sayesinde şeffaf bir bilgilendirme süreci kurularak yatırımcı menfaatleri daha fazla korunabilecektir. Yine ihraca konu varlıklar üzerinde gerçekleşecek devir gibi işlemlerin yapılacağına dair yatırımcı güveninin korunması için de bağımsız yapıların kurulması faydalı olabilecektir.

e- Görüşmelerde katılımcıların, ihraç sürecinin İslami finans prensiplerine uygunluğunun denetlenmesi gerektiği konusunda hemfikir oldukları ancak denetimin yöntemi konusunda farklı görüşlere sahip olunduğu tespit edilmektedir. Buna göre merkezi bir özel amaçlı kurum ihdasının, bu kurumdan beklenen denetim ve kontrol işlevinin daha kolay sağlayacağı görüşüne karşılık, bu denetim ve kontrol sorumluluğunun varlık kiralama şirketinde olmasının zorunlu olmadığı, yukarıda işaret edilen menfaat çatışması riskini bertaraf edecek bir bağımsız yapı kurulmasının yeterli olacağı da ifade edilmektedir.

5.5.2. Sukûk İhracında Görev Alan Hukukçular İle Yapılan Görüşmelerden Elde Edilen Sonuçlar

a- Hukukçulara göre varlık kiralama şirketleri, bir sukûk ihracında ihraççı, vekil ve yediemin gibi görevler üstlenmekte olup ana fonksiyonu yatırımcıların korunmasıdır. Bu anlamda VKŞ'lerin, dayanak varlıkları ihraç süresince yönetmesi ve olası bir iflas halinde bunların diğer alacaklıların müracaatlarından beri kılınması beklenmektedir.

Mevcut yapıda, bir varlık kiralama şirketinin birden fazla ihraç yapması durumunda, her bir ihraca ilişkin varlık ve hakların ayrıştırılması, dolayısıyla bu varlıkların ve yatırımcıların menfaatinin korunabilmesi hususunda hukuki belirsizlikler bulunmaktadır. Bu anlamda varlık kiralama şirketinin hukuki sorumluluklarındaki tereddütler, bu şirketlerin kendi kurucuları dışındaki kurumlar için ihraç gerçekleştirme potansiyelini azaltmaktadır. Zira VKŞ'ler, banka iştiraki olarak kurulmalarının da bir sonucu olarak, hukuki sorumlulukları netleşmeden üçüncü taraf ihraçlarına ilgi göstermeyebilmektedir.

b- Hukukçular arasında özellikle kurucu için sukûk ihraç eden varlık kiralama şirketleri açısından, mevcut anonim şirket yapısının, uzun zamandır uygulanması nedeniyle alışılmış bir süreç olarak devam etmesinde sakınca görmeyenler bulunmaktaysa da bu görüştekiler özellikle varlık teminatlı bir sukûk yapısı kurulacaksa, bu teminatların ve dolayısıyla yatırımcı menfaatlerinin korunabilmesi için VKŞ'nin bağımsız olmasına ihtiyaç duyulacağına işaret etmektedir. Zira bahse konu teminat, fon kullanıcının kontrolünde kalırsa yatırımcı ile fon kullanıcısı arasındaki menfaat çatışmasından yatırımcı zarar görebilecektir. Kurucu dışındaki üçüncü taraflar için gerçekleşecek ihraçlar açısından, yatırımcılar lehine hukuki güvenliğin sağlanabilmesi için bağımsız kurumlara daha çok gereksinim duyulacağına işaret edilmektedir.

Hukukçular arasında bağımsız kurumlar eliyle ihraçları önerenler de bulunmaktadır. Bu görüş esasen, bankalardan tamamen ayrılmış bir özel amaçlı kurum yapısı yerine fon yapısının daha uygun olacağına işaret etmektedir. Fon yapısını önerenler, bu yapıdaki bağımsız yönetim sayesinde, yatırımcı menfaatinin daha fazla korunabileceği kanaatindedir. Fon yapısının aynı zamanda, ihraca dayanak olan varlıkların kime ait sayılacağına dair hukuki tartışmaları da önleyeceği değerlendirilmektedir.

Mülakatlarda özellikle Türkiye uygulamasında varlık kiralama şirketlerinin, sadece ihraççı olarak değil, aynı zamanda temsilci ve yediemin olarak da fonksiyon üstlenmesinin, çıkar çatışması riskini arttıracağı kaydedilmiş ve bu riskleri bertaraf etmek için bağımsız bir yapı kurulması ve bu yapıda anılan çatışmaların önlenmesinin de gözetilmesi gerektiğine işaret edilmiştir.

Dolayısıyla hukukçular, özel amaçlı kurumun günümüzde olduğu gibi kurucusuyla bu kadar yakın bir organik bağa sahip olmasının, özellikle yatırımcı menfaatlerinin korunmasında hukuki sorunlara yol açabileceğini tespit etmekte ve bağımsız bir yapı kurulmasını önermektedir. Bu çerçevede, katılım bankaları üzerinden kurgulanacak varlık kiralama şirketlerinin ihraç edeceği kira sertifikalarının, özel fon ya da yatırım vekâleti havuzları altında işletme

şeklinde bir mekanizma da önerilmektedir. Bu sayede VKŞ'ler temsil işinden kurtulup, ihraççı/yediemin fonksiyonlarını daha rahat yerine getirebilecektir. Ancak burada da bağımsızlığın gerekliliğine işaret edilmektedir.

c- VKŞ'lerin yönetim kurulundaki bağımsız üye seçiminde, SPK'nın kurumsal yönetim ilkelerinde yer alan asgari şartların sağlanması yeterli görülmektedir. Hukukçular, SPK düzenlemelerindeki açık hükümler çerçevesinde kurucu bünyesinde çalışan ve Kurumsal Yönetim Tebliğindeki şartları sağlayan görevlilerin bağımsız üye olarak tayin edilebileceğini kabul etmektedir. Uygulamanın da bu şekilde geliştiğine işaret edilmektedir.

Kurucunun bünyesinde görev alan bu üyelerin, en azından kurucu ile varlık kiralama şirketi arasındaki işlemler açısından bağımsız sayılmaları zor olacağı gibi kurucu dışındaki fon kullanıcılar için gerçekleştirilecek ihraç işlemlerinde, kurucunun taraf olacağı bir menfaat çatışması durumunda bağımsızlık korunamayabilecektir. Görüşmeciler, bu yönetim kurulu üyesinin gerçekten bağımsız olması gerektiği konusunda görüş birliği içindedirler.

ç- Varlık kiralama şirketi ile yatırımcılar arasındaki ilişki vekâlet olarak değerlendirilebilecektir. Bu ilişkide VKŞ'nin vekil olarak sorumluluğu yanında, kurucu ile bu şirket arasındaki organik bağ nedeniyle, varlık kiralama şirketinin sorumluluğunun kabul edildiği durumlarda, tüzel kişilik perdesinin kaldırılması gibi teoriler kapsamında kurucuya da müracaat etmenin hukuken mümkün olabileceğine işaret edilmektedir. Hukukçular ile yapılan görüşmelerde varlık kiralama şirketinin sorumluluğu, vekilin özen borcu çerçevesinde değerlendirilmiş ancak bu işlemlerde Sermaye Piyasası Kurulu'nun hukuki sorumluluğuna da işaret edilmiştir. SPK'nın, ihraç sözleşme ve belgelerini inceleyerek ilgili ihraca onay vermesi nedeniyle VKŞ'nin olası bir iflası ya da ehliyetini kaybetmesi hallerinde özellikle küçük yatırımcıların SPK'nın sorumluluğuna da gidebileceği görüşü ifade edilmektedir. Bu değerlendirmeye göre yatırımcılar, ihraç kararında SPK incelemesine de güvenmekte olup, SPK'nın bu güven çerçevesinde hukuki sorumluluğu söz konusu olabilecektir.

d- İflas durumunda yatırımcıların dayanak varlıklar üzerinde sahip olacağı haklar konusunda hukukçular arasında görüş birliği olmadığı tespit edilmektedir. Burada özellikle İİK hükümleri ile SPK'daki düzenlemelerden hangisinin öncelikle uygulanacağı konusunda içtihat da bulunmadığından, bu konuda hukuki tartışmaların devam edeceği anlaşılmaktadır. Fon yapısının bu sorunlarda bir çözüm olabileceğine işaret edilmektedir.

e- Varlık kiralama şirketleri bünyesinde, işlemlerin faizsiz finans ilkelerine uygunluğuna dair raporlama yapabilecek uzman danışma komitelerinin bulunması da bu görüşmelerde karşımıza çıkan önerilerden biri olmuştur.

f- Görüşmelerde serdedilen bir değerlendirmeye göre Türk-İsviçre hukukunda, ayni hakların bölünmezliği kabul edilmekte olup, ayni haklarda da sınırlı sayı ilkesi geçerli olduğundan, uluslararası sukûk ihraçlarında kullanılan "şekli/hukuki/kuru mülkiyet" ve "maddi/ekonomik/menfaat mülkiyet" ayrımı yapılamamaktadır. Bu nedenle de menkul kıymetleştirilecek varlıkların bilançodan çıkarılmadan sukûk ihracına dayanak olmaları sınırlanmaktadır. Uygulamada bu sınırlama inançlı işlemler yoluyla aşılmaya çalışılmaktaysa da bu işlemlerin yatırımcılar açısından hukuki riskleri olacağına işaret edilmektedir.

g- Hukukçu görüşmelerinde mevcut durumda sukûk ihraçlarının menkul kıymetleştirme şeklinde kurgulanmayan yapılarla da gerçekleşebildiğine işaret edilerek, bu şekilde sadece finansman amacı taşıyan ve menkul kıymetleştirme şeklinde yapılandırılmayan ihraçların, münhasıran katılım bankalarına devredilmesi de önerilmiştir.

h- Uluslararası ihraçlar açısından, özel amaçlı kurumların iki temel amacı olduğuna işaret edilmektedir. Birincisi, varlıkların İslami finans ilkelerine uygun yöntemlerle sukûk ihracına dayanak olmasını sağlamak üzere fon kullanıcı ile sözleşmeler akdedecek bir hukuki yapı oluşturulması; ikincisi ise bu varlıkların, yatırımcılar lehine saklanması ve gerektiğinde paraya çevrilebilmesidir. Bu fonksiyonların yatırımcıları zarara sokmayacak şekilde icra edilebilmesi için bahse konu özel amaçlı kurumların, kaynak kuruluştan tamamen ayrılarak orphan SPV'ler kurulması yoluna gidilmekte ve ayrıca özel amaçlı kurumlara devredilen varlıkların yönetim yetkisi de bu kurumlar tarafından vekil tayin edilen yedieminlere (delegate) bırakılmaktadır. Dolayısıyla bağımsız özel amaçlı kurumların uluslararası ihraçlarda da hukuki bir gereklilik olduğu görüşmelerimiz kapsamında tespit edilebilmiştir. Uluslararası ihraçlar açısından sadece özel amaçlı kurumun bağımsızlığının da yeterli görülmediği, bu kurumun yönetim yetkilerini de bir başka kuruma devretmesi yoluyla yatırımcıların korunmaya çalışıldığı görülmektedir.

5.5.3. Varlık Kiralama Şirketleri ve Fon Kullanıcı Banka Yetkilileri İle Yapılan Görüşmelerden Elde Edilen Sonuçlar

a- VKŞ yetkililerine göre bu kurumlar, bankalar gibi büyük ve karmaşık yapılar olmamalarına ve sadece sukûk ihracıyla iştigal etmelerine rağmen, bankaların yüzde yüz iştiraki olarak kuruldukları için bankacılık mevzuatının tüm denetim ve uygulama kurallarına uymak zorunda bırakılmaktadır. Bu da anılan kurumların işleyişinde sorunlara ve hukuki ya da mali konularda bilinmezliklere yol açabilmektedir.

b- Varlık kiralama şirketlerinin arkasında bankaların bulunması, yatırımcılar açısından aslında bu yapılara olan güveni arttırıcı bir etkiye sahip olarak görülmektedir. Zira bankalar, çok gelişmiş sistem ve bilgi birikimleri sayesinde, kendi iştirakleri üzerinden yapılacak ihraçlarda, fon kullanıcı hakkında kendi kredi müşterisi gibi incelemeler yapmakta, sürecin tamamında varlık kiralama şirketine destek vermektedir. Bu da ilk aşamada yatırımcılar için bir koruma sağlayabilecektir. Yine olası bir temerrüt halinde kurucu bankaların, itibar riskini düşünerek, kendi alacaklarından önce varlık kiralama şirketinin alacaklarının tahsili için çaba göstermesi de beklenen bir fayda olabilecektir. Ancak ihraç sürecinde ortaya çıkabilecek hukuki ya da finansal sorunlarla, VKŞ'nin kurucusu bankaların da muhatap olup olmayacağı konusundaki belirsizliklerin, özellikle kurucular nezdinde, üçüncü tarafların fon kullanıcı olacağı ihraçlara olan ilgiyi azaltacağı ifade edilmektedir.

c- VKŞ'nin, birden fazla ihraç yaptığı durumlarda, tüm ihraçların dayanak varlık ve haklarını belirleme, izleme ve raporlamada gerekli özeni göstermemesi halinde, bu varlıkların kime (hangi yatırımcı grubuna) ait olacağının belirsiz hale geleceğine işaret edilmektedir. Bu durum da yatırımcıların ve nihayetinde sektörün zarar görmesine neden olabilecektir. Bu belirsizliğin, yurtdışındaki yatırımcılar tarafından da önemsendiği ve bu yatırımcıların, daha önce sukûk ihraç etmiş bir VKŞ'den yeni sukûk almayı tercih etmediği tespit edilmektedir.

ç- Bu nedenlerle her ihraç için ayrı bir varlık kiralama şirketi ya da fon kurulması veya bankaların kendi varlık kiralama şirketlerini muhafaza etmeleri, ancak bunların yöneticilerinin banka dışından seçilmesi gibi alternatiflerin değerlendirilmesi söz konusu olabilecektir. Özetle sektör temsilcileri de bağımsızlığın gerekliliğine işaret etmektedir. Bu bağımsızlık özellikle, yatırımcıların temsilcisi olarak hareket etmesi beklenen varlık kiralama şirketlerinin, bu fonksiyonlarını tam olarak ifa edebilmesini sağlayacaktır. Konu kapsamında ihraçlar için ayrı şirketler kurulması yerine mevcut geniş yetkili aracı kurumlara, sukûk ihracı yetkisi de verilmesi de bir öneri olarak iletilmiştir.

Bu konuya dair görüşmelerde, yeni yapı önerisinin özellikle yabancı yatırımcıların bakış açısından da değerlendirilmesi gerekeceği fikri ortaya çıkmaktadır. Sektör temsilcilerinden bir kısmı tarafından, fon gibi yeni bir yapının yabancı yatırımcılara anlatılması zor olursa, ihraca olan taleplerin bundan etkilenebileceği değerlendirmesi de yapılmıştır. Türkiye'deki yatırımcılar açısından ise bu tür bir uyum sorunu olmayacağı değerlendirilmiştir.

5.5.4. Sukûk İhraçlarına Katılan Yatırımcı Firma Temsilcileri İle Yapılan Görüşmelerden Elde Edilen Sonuçlar

a- Kira sertifikalarını satın alan yatırımcılara göre varlık kiralama şirketinden temel beklenti, fon kullanıcı şirketleri seçerken azami özenli davranması, varlıklar üzerinde yatırımcının hukuken korunabileceği haklar tesis etmesi ve bu varlıkları ihraç süresince izleyip muhafaza edebilmesidir.

b- Yatırımcılar, ihraç kararında ihraç yapısının İslami finans prensiplerine uygunluğunu ve fon kullanıcının kredibilitesini öncelikle değerlendirmektedir. Bu iki kıstas karşılanmadığında, kurucunun kimliği ya da dayanak varlıkların niteliği yatırım kararı verilmesinde etken olamamaktadır.

c- Bu çerçevede varlık kiralama şirketlerinin bankalar tarafından kurulmuş olması, karar aşamasında özellikle kurumsallık ve güvenilirlik bakımından olumlu bir etken olarak görülmektedir. Zira bankaların, fon kullanıcılarını da dayanak varlıkları da kendi bilgi birikimleri ve tecrübeleri ile yeterli incelemeye tabi tutacağı öngörülmektedir. Yine varlık kiralama şirketlerinin yapması beklenen İslami finans prensiplerine uygunluk incelemelerinin, bu konuda uzman bankalarca daha sağlıklı yapılabileceğine işaret edilmektedir. Ayrıca sukûk sektörünün henüz başlangıç aşamasında olduğu ve bu aşamalarda güvenin en önemli unsur olacağı vurgulanmaktadır. İşte bankalar güven sağlama işlevi açısından da önemli bir taraf olarak görülmektedir.

ç- Ancak yatırımcılar, sektörün gelişmesiyle birlikte bağımsız varlık kiralama şirketlerine olan ihtiyacın artacağını değerlendirmektedir. Zira kurucu bankalar çeşitli nedenlerle üçüncü taraf ihraçlarını gerçekleştirmemekte, bu da ihraç sayısının yeterince artmamasına neden olmaktadır. Oysa özellikle fon yöneten portföy yönetimi ya da sigorta şirketlerinin, yeni ve daha fazla sukûk ihracına ihtiyacı olacaktır. Bu açıdan bağımsız yapılar gerekli olabilecektir. Yine kurucu ile varlık kiralama şirketi arasındaki bağlantının, menfaat çatışması ihtimalinde yatırımcı zararına yol açabileceği endişesi yatırımcı temsilcilerince de dile getirilmektedir.

d- Varlık kiralama şirketlerinin fon olarak kurgulanması konusunda özellikle banka iştiraki olmayan portföy yönetim şirketlerinin kuracağı fonların daha etkin olacağı değerlendirilmektedir. Zira banka iştiraki portföy yönetim şirketleri, ihraçtan kaynaklanacak hukuki sorumlulukların bankaya sirayet etmesi endişesiyle üçüncü taraf ihraçlarını yine tercih etmeyebileceklerdir.

e- Yatırımcı temsilcileriyle yapılan görüşmelerde Sermaye Piyasası Kurumunun, sukûk ihraçlarına dair incelemelerine, işlemin İslami finans prensiplerine uygunluğunu da katmasının çok faydalı olacağına işaret edilmiştir.

5.5.5. Görüşmelerden Elde Edilen Genel Sonuçlar ve Değerlendirmeler

Bu bölümde tüm görüşmelerde edindiğimiz bilgiler ve temin ettiğimiz cevaplara ilişkin kendi değerlendirmelerimize yer verilecektir.

a- Sukûk, Türkiye'de özellikle katılım finans alanındaki bankalar açısından likidite sorununun çözülmesi, alternatif borçlanma yöntemi olması ve faizsiz finans araçlarında çeşitlilik sağlayarak yeni yatırımcıların sermaye piyasalarına katılması gibi faydaları nedeniyle katılım finans sisteminin çok önemli bir aracı olarak görülmektedir. Bu bakımdan varlık kiralama şirketleri de sukûk ihraç eden ve bu ihraçların tüm aşamalarını yürüten kuruluşlar olarak önemli hukuki ve finansal fonksiyonlar icra etmektedir. Bu nedenle varlık kiralama şirketlerinin, sektörün gelişmesini ve olası hukuki sorunların azaltılmasını sağlayacak bir yapıda faaliyet göstermesinin gerekli ve faydalı olacağı tespit edilmektedir.

b- Görüşmecilerin genel tespiti, çok sınırlı bir faaliyet alanı bulunan, personeli ve fiziki bir çalışma alanı bulunmayan bir kuruluş olmaları nedeniyle VKŞ'lerin, genel kurul yapma, ticari defter tutma, vergi işlemlerini yürütme, bağımsız denetime tabi olma, yönetim kurul karar süreçleri gibi zorunluluklara tabi tutulmasının doğru olmadığı yönündedir. Ticaret hukukunun en gelişmiş şirket tipi olan anonim şirket yapısından kaynaklanan bu operasyonel yükümlülüklerin azaltılması gerektiği konusunda görüş birliği bulunmaktadır.

Bu noktada HMVKŞ incelendiğinde anılan kuruluşun yukarıdaki zorunluluklara tabi olmadığı görülebilmektedir. Bu açıdan sektörün işleyişe dair bu talebinin haklı ve mevzuat temeli olan bir değerlendirme olduğunu söylemek mümkündür. Kanaatimizce HMVKŞ ile özel sektör VKŞ'ler arasındaki vergi istisna ve muafiyetleri ve operasyonel işleyiş gibi konulardaki farklılıkların kaldırılması, sukûk sektörünün gelişmesine önemli katkılar sunabilecektir.

c- Görüşmelerimizde, merkezi tek bir varlık kiralama şirketi önerisinin tek istisna dışında mutabakatla kabul görmediği tespit edilmiştir. Merkezi bir kurum aracılığıyla ihraç yapılmak istendiğinde, fon kullanıcılar açısından ticari sır, banka sırrı ya da müşteri sırrı ihlallerine yol açma, operasyonel süreçlerin daha maliyetli olması ve yavaşlaması gibi sorunlar

ortaya çıkabileceği görülmektedir. Bu yapının aynı fon kullanıcılar arasında da haksız rekabete ya da çıkar çatışmalarına yol açma, varlıkların kime ait olacağındaki belirsizlikler ve merkezi kurumun tüm ihraç süreçlerini takip etmekte zorlanması gibi durumların ortaya çıkabileceği, bu tür bir yapının özel amaçlı kurumdan beklenen işlevleri yerine getiremeyeceği ileri sürülmektedir. Kanaatimizce yukarıdaki potansiyel sorunlara kapsayıcı çözümler üretilmeden merkezi bir özel amaçlı kurumunda sektör tarafından kabulü mümkün olmayacaktır.

ç- Varlık kiralama şirketleri aslında sukûk ihracının operasyonunda sadece sözleşme ve işlem belgelerinin tarafı olarak yer almakta, işlem operasyonlarının büyük bölümü, kurucunun personel ve teknik desteğiyle yürütülebilmektedir. Bu durum, VKŞ'lerin kuruluş amacı, fonksiyonları ve faaliyet sınırlamaları nazara alındığında doğaldır. Zira VKŞ'ler, yatırımcıların menfaatlerinin korunması için iflas riskinden uzak tutulmak istenmekte ve çok sınırlı bir işlem amacıyla kurulmaktadır. Bu amaca ulaşmak için de yönetim kurulu dışında personel istihdam edilmemektedir. Ancak VKŞ'nin operasyonel işlemlerinin kurucunun personeli ve kaynaklarıyla yapılması sürecinde yetkisizlik, ilişkili taraf işlemleri ve iş hukuku alanlarında potansiyel hukuki sorunların dikkate alınması gerekecektir. Örneğin kurucu bankaların, iştiraki konumundaki VKŞ'lere hizmet vermek için gerekli prosedürleri işletmesi, hizmete tahsis edilen çalışanlarla akdi ilişkilerini düzenlemesi gibi tedbirler dikkate alınabilecektir.

d- Yatırımcılar, sukûk satın alma kararını verirken, varlık kiralama şirketlerinden ziyade fon kullanıcı ve kurucuyu dikkate almakta ve bunlar hakkında finansal değerlemeler yapmaktadır. Yabancı yatırımcılar da bu süreçte kurucu bankalara limit tahsis ederek yatırım yapmaktadır. Şu halde yatırımcılar, VKŞ'den finansal bir performans beklememektedir. Zaten bu şirketlerin sermaye yapıları itibariyle ihracın finansal yükümlülüklerini karşılamaları mümkün olamayacaktır. Yatırımcıların varlık kiralama şirketinden asıl beklentilerinin, ihracın İslami finans prensiplerine uygun bir yapıda kurgulanması, dayanak varlık ve hakların muhafazası, yatırımcının menfaatlerinin korunması için gerekli tedbirleri alması ve olası ihtilaflarda bir tür arabulucu olarak sorunun çözümüne aktif katkılar sunması olduğu anlaşılmaktadır.

e- İhracın dayanağı olan varlık ya da haklar üzerinde yatırımcılar lehine tesis edilecek hak ve alacakların herhangi bir tereddüde neden olmayacak şekilde, açık ve hukuken korunabilir olması gerektiği ortaya çıkmaktadır. Bunun için de varlık kiralama şirketlerinin, gerek ihracın yapısını oluştururken gerekse ihraç süresince bu gerekliliğe riayet edilmesini sağlaması

gerekecektir. Ancak günümüz varlık kiralama şirketlerinin, anonim şirket yapısında, kurucunun yüzde yüz iştiraki olarak kurulması ve aynı anda birden fazla ihraç gerçekleştirebilmesi, yukarıda anılan hukuki güvenlik gerekliliğini olumsuz etkileyebilme potansiyeline sahiptir. Bu nedenle bu yapıda değişiklikler yapılması bu anlamda bu kurumların bağımsızlığının arttırılması bir çözüm önerisi olarak kabul edilebilecektir.

f- Günümüzde ihraçların büyük çoğunluğunun asset based yapılara dayanması konusunda görüşmeciler, genel olarak yeterli varlık bulunmaması, operasyonel zorluklar ve maliyetler, mülkiyetin getireceği hukuki sorumluluklar ve varlıkların devrinin kaynak kuruluşun veya fon kullanıcının bilançolarını olumsuz etkileyecek olması gibi gerekçelere işaret etmektedirler. Bu konuda farklı bir değerlendirme ise varlık kiralama şirketi ile kurucu arasındaki iştirak ilişkisinin de bu tercihte rolü olduğu yönündedir. Buna göre özellikle bankalar, iştiraki olan varlık kiralama şirketinin mülkiyetine geçecek olan varlıklar nedeniyle bilançolarının olumsuz etkilenebileceği ya da bu varlıklar nedeniyle ilave hukuki ihtilaflara taraf olabileceği endişesiyle de asset backed yapıları tercih etmemektedir. Örneğin sahip olunan bir taşınmazın ya da taşınmaz üzerindeki faaliyetlerin neden olacağı zararlardan ya da bu taşınmaz hakkında idari makamların yapacağı işlemlerden kurucu bankanın da etkilenmemesi için asset backed yapılardan kaçınılabilmektedir. Bu açıdan bakıldığında da VKŞ ile kurucu arasındaki bu sıkı bağı tekrar değerlendirmek gerekebilecektir.

g- Yine banka ile VKŞ aslında aynı müşteri kitlesine finansman sağlama açısından bir tür rekabet halinde bulunduğu bilinmektedir. İşte bu rekabet sürecinde VKŞ'ler, kurucusunun tam kontrolünde olduğundan, müşteriye erişmede kurucuya öncelik verilmesi durumu ortaya çıkabilmektedir. Yapılan görüşmelerde özellikle bankaların kurucusu olduğu varlık kiralama şirketlerinin, sadece banka müşterisi firmalarla iletişime geçtiği, ancak bunlardan da kurucu bankanın artık kredi kullandırmadığı firmaların ihraçlarını gerçekleştirdiği tespit edilmektedir. Dolayısıyla bu bağımlılık ilişkisi bir yönüyle, ihraca katılabilecek fon kullanıcıların ve buna bağlı olarak ihraçların azalmasına ya da beklenen oranda artmamasına neden olabilecektir.

h- Varlık kiralama şirketlerinin anonim şirket yapısı yerine fon gibi farklı ve bağımsız yapılar olarak kurgulanmasının mümkün olduğu ve tüm tarafların menfaati açısından tercih de edilebileceği değerlendirilmektedir. Burada sektör temsilcilerinin beklentisi, fon yapısının, hali hazırda yaşanan operasyonel engelleri kaldıracak bir şekilde düzenlenebilmesidir. Bu sayede her ihraç için ayrı fonlar kurularak, varlıkların hangi yatırımcı

grubuna ait olduğu tartışması önlenecek, fon yapısının bağımsızlığı sayesinde yatırımcı ile fon kullanıcı ve kurucu arasındaki menfaat çatışmalara en aza indirilebilecek, bu kapsamda kurucunun hukuki sorumlulukları belirli hale getirilmiş olabilecektir. Burada fonların, bankalar ya da portföy yönetim şirketleri tarafından kurulabileceği değerlendirilmektedir.

ı- Varlık kiralama şirketinin mevcut yapısındaki bağımsız yönetim kurulu üyeliği statüsü, kendisinden beklenen faydayı sağlama açısından yetersiz kalabilecektir. Özellikle bu üyenin kurucu nezdinde görevli kişilerden oluştuğu yapılarda, karar alma süreçlerinde anılan üye kurucudan bağımsız hareket edemeyebilecektir. Yapılan görüşmelerde yönetim kurulu üyesinin bağımsızlığı konusunun VKŞ'ler gibi yatırımcılar tarafından da çok dikkatle incelenmediği, esasen ilgili üyenin bağımsızlığına dair özel bir inceleme yapılmadığı tespit edilmektedir. Bunun nedeninin ise aslında yatırımcıların VKŞ'yi değil, fon kullanıcıyı daha fazla dikkate almaları ve fon kullanıcının finansal performansına göre yatırım kararı vermeleri olduğu anlaşılmaktadır.

i- Varlık kiralama şirketleri, kurucusu için sukûk ihraç etmeleri halinde bu işlemden özel bir ücret almadıkları için ayrı bir gelir elde etmemektedirler. Ancak üçüncü taraf ihraçlarını yapan varlık kiralama şirketleri, bu ihraçlarda başka aracı kurumlar görev almıyorsa ihraç tutarı üzerinden komisyon geliri elde etmekte, bu gelirler de önemli tutarlara ulaşabilmektedir. Bu gelir, konsolidasyon çerçevesinde kurucuların da geliri olarak kayıtlara işlendiğinden, bu tür varlık kiralama şirketlerinin kârlı bir iştirak olma potansiyeli görülmektedir. Bu konu bağımsız kurum önerileri açısından dikkate değerdir. Zira özellikle bankalarının, bu şekilde gelir getirici faaliyetlerde bulunan bir iştirakin, kendisinden tamamen bağımsız hale getirilmesini kabul etmemesi gündeme gelebilecektir.

SONUÇ

Bu çalışmada, Türkiye uygulamasında kira sertifikası olarak adlandırılan sukûk ihraçlarını gerçekleştiren özel amaçlı kurumlar incelemiştir.

Özel amaçlı kurumlar, menkul kıymetleştirme işlemlerinin ortaya çıkmasıyla birlikte, bu işlem sürecinin temel bir kurumu olarak kullanılmaya başlanmıştır. Özel amaçlı kurumlar farklı ülkelerde, sermaye şirketi, sınırlı sorumlu şirket, trust ya da özel nitelikli vakıf gibi adlarla karşımıza çıktığı gibi kurucusunun bir iştiraki ya da kurucudan bağımsız "yetim SPV (orphan SPV)"ler şeklinde farklı hukuki yapılarda da kurulabilmektedir. Bu kapsamda anılan kurumlar bahse konu yapılarına göre farklı şekillerde isimlendirilmektedir. Bu farklı isimlendirme ve yapılara rağmen özel amaçlı kurumların tüm sistemlerde ortak bazı özellikleri olduğu tespit edilmektedir. Bu özellikler; özel amaçlı kurumların sadece belirlenmiş bir amaçla kurulması ve hukuki işlem ehliyetinin bu amaçlarla sınırlanması, iflastan korunma amacıyla borçlanmalarının ya da amaç dışı hak ve alacak iktisap etmelerinin yasaklanması ve fiziki bir faaliyet merkezi ve çalışan kadrolarının bulunmaması şeklinde karşımıza çıkmaktadır. Yine bu kurumlar, kuruluş amacını oluşturan proje ya da finansal ürün ile sınırlı malvarlıklarına sahip olup, bunlar üzerinde de serbestçe tasarruf edememektedirler. Bütün bu nedenlerle de özel amaçlı kurumlar, "tabela şirketi" ya da "robot şirket" gibi adlarla anılmaktadır.

Özel amaçlı kurumların temelde iki esas işlevi bulunmaktadır. Bunlardan ilki fon kullanıcısı hesabına sukûk ihraç ederek yatırımcılardan topladığı sermayeyi bu kuruluşa aktarmaktır. Bu anlamda özel amaçlı kurum, fon kullanıcısının finansman temin etmesine aracılık hizmeti vermekte, dolayısıyla fon kullanıcısının temsilcisi niteliğini haiz bulunmaktadır. Özel amaçlı kurumun ikinci işlevi ise ihraca dayanak varlık ve hakları yatırımcıların yararına ve hesabına kaynak kuruluştan devralarak muhafaza etmek, yönetmek ve sair yöntemlerle sukûk getirilerini yatırımcılara aktarmaktadır. Bu açıdan da özel amaçlı kurumlar,

yatırımcıların vekili ya da temsilcisi olarak hareket etmektedir. Özel amaçlı kurumlar aynı zamanda çok taraflı karmaşık finansal işlemleri basit ve kolay yönetilebilir hale getirme, bağımsız bir hukuki kişilik oluşturarak yatırımcı ve fon kullanıcılara hukuki koruma sağlama, bu kapsamda özellikle iflastan korunma gibi hukuki fonksiyonları icra etmektedir. Ayrıca bu kurumlar finansal işlemlere aracılık etme, finansman maliyetlerini azaltma, finansman kaynaklarını çeşitlendirme, varlık ve hakları yatırımcılar adına muhafaza ederek yatırım risklerini azaltma ve vergi avantajları sağlama gibi finansal fonksiyonları da haizdir. Çalışmamızda özel amaçlı kurumların, yukarıda zikredilen hukuki ve finansal fonksiyonları nedeniyle sukûk ihraçlarının merkezi kurumu olarak kullanıldığı tespit edilmiştir.

İslami finans açısından ele alındığında da özel amaçlı kurumların, menkul kıymetleştirme işlemleriyle birlikte kullanılmaya başlandığı, esasen menkul kıymetleştirme ve özel amaçlı kurumların birlikte geliştiği ve yaygınlaştığı belirlenmiştir. İslami finans prensipleri nazara alındığında sukûk ihracı için bir özel amaçlı kurum aracılığına müracaat edilmesi zorunlu değilse de yukarıda zikredilen hukuki ve finansal fonksiyonlardan faydalanılması için bu kurumlara ihtiyaç duyulduğu görülmektedir. Bu çerçevede özel amaçlı kurumların ihdası ya da kullanılmasının, İslami finansın temel amaçlarına aykırılık oluşturmadığı, aksine bu kurumların sukûk işleminin tüm tarafları ve ekonominin geneli için önemli faydaları olduğu tespit edilmiştir.

Sukûk ihracında rol verilen özel amaçlı kurumlar, Türkiye uygulamasında varlık kiralama şirketi olarak kurulmakta ve kamu ya da özel tüm sukûk ihraçları münhasıran bahse konu varlık kiralama şirketlerince gerçekleştirmektedir. Buna göre kamu sukûk ihraçları, Hazine tarafından anonim şirket şeklinde kurulan tek bir varlık kiralama şirketi (HMVKŞ) üzerinden gerçekleşmektedir. Özel sektör sukûk ihracında rol alan özel amaçlı kurumlar (VKŞ) ise TTK'ya tabi tek kişilik anonim şirketler olarak kurulmaktadır. Ancak anılan kurumlar, kuruluş ve tabi oldukları mevzuat açısından birbirinden farklı olduğu gibi Türk hukukunun klasik anonim şirketlerinden önemli farklılıklar da ihtiva etmektedir. Bu farklardan ilki klasik şirketlerin kâr elde etme amacıyla kurulmasına rağmen, varlık kiralama şirketlerinin sadece kira sertifikası ihracı amacıyla kurulabilmesidir. Yine anılan şirketler konu, ehliyet, yönetim, belge düzeni ve sona erme açılarından da klasik şirketlerden farklı bir rejime tabi tutulmaktadır. Çalışmada tespit edilen tek kişilik ortaklığa dair Türk hukuk doktrinindeki görüşler ve İslam hukukçularının değerlendirmeleri nazara alındığında, VKŞ'yi klasik bir şirket olarak değil, sui generis bir kurum olarak değerlendirmenin daha doğru olacağı sonucuna varılmaktadır.

Sukûk ihracı işlemleri Türkiye'de henüz başlangıç aşamasındadır. Ancak uzun dönemde sukûk ihraçlarının, ülke ekonomilerine makro ve mikro düzeyde önemli ekonomik katkılar verebileceği bu açıdan özel amaçlı kurumların önemli bir finansal kurum olduğu tespit edilmiştir. Yine çalışmada özel amaçlı kurumların, kurucuları ile ilişkileri, yönetim yapıları, sukûk ihracındaki fonksiyonları ile fon kullanıcı ve yatırımcılarla olan ilişkilerinden kaynaklanan çeşitli sorunlarla karşılaşabilecekleri veya beklenen hukuki ya da finansal fonksiyonları yerine getiremeyebilecekleri tespit edilmektedir. Türkiye uygulamasındaki özel amaçlı kurumların mevcut yapısı nedeniyle bu sorunların, Türk hukukunda doktrin ve içtihatlarla kabul edilen sorumluluk teorileri uyarınca kuruculara da teşmil edilebileceği ve mevcut yapının VKŞ kurucusu açısından finansal ve hukuki sorumluluklar ortaya çıkarabileceği görülmektedir. Yine kaynak kuruluş ile varlık kiralama şirketi arasında, özellikle iki şirketin yöneticilerinin aynı kişiler olduğu durumlarda, bilgi asimetrisi ve vekâlet sorunu gibi problemlerin de ortaya çıkabileceği anlaşılmaktadır.

Çalışmada, anılan hukuki sorunların çözümü ya da en aza indirilmesi için sukûk ihraçlarının kaynak kuruluş ya da fon kullanıcılardan bağımsız özel amaçlı kurumlar tarafından gerçekleştirilmesi önerilmektedir. Zira özel amaçlı kurumların bağımsızlığının, bu kurumların fonksiyonlarını icra edebilmeleri ve sukûk ihraçlarından beklenen ekonomik faydaların elde edilebilmesi açısından gerekli olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Bu bağımsızlığı sağlamak için çeşitli yöntemler kullanılabilecektir. Bu yöntemler, kaynak kuruluş ya da fon kullanıcılardan organik olarak tamamen bağımsız hukuki kişilikler (orphan SPV) oluşturulması; mevcut anonim şirket yapısı içinde, yönetim kurulunun, kurucudan bağımsız kişilerden teşekkül ettirilmesi ya da anonim şirket yapısının tamamen terkedilerek sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen fonlar gibi kurumlar aracılığıyla ihraçların gerçekleştirilmesidir. Bu öneriler arasında fon yapısının öne çıktığı tespit edilmektedir. Zira fon yapısı sayesinde özel amaçlı kurumun malvarlıklarının ayrılması ve diğer alacaklılardan korunması, iflas riskinin tamamen ortadan kaldırılması ile bilgi asimetrisi ve vekâlet sorunlarının önemli oranda azaltılması mümkün olabilecektir.

KAYNAKÇA

AAOIFI (2019). *Faizsiz Finans Standartları*. TKBB, İstanbul.

Akerlof, G. A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism Vol. 84 Issue 3. *The Quarterly Journal of Economics*: 488–500. https://www.jstor.org/stable/1879431 [13.06.2021].

Akîpek, J., & Akıntürk, T. (2004). *Türk Medeni Kanunu Başlangıç Hükümleri Kişiler Hukuku* (Cilt I). İstanbul: Beta Basim Yayim Dağitim A.Ş.

Aktaş, M. M. (2016). Muşaraka Sukuk ve Türk Hukukunda Düzenlenişi. *Uyuşmazlık Mahkemesi Dergisi, 0*(8): 1-48. doi: 10.18771/mdergi.288074

Al-Amine, M. A.-B. (2008). Sukuk Market: Innovations and Challenges. *Islamic Economic Studies, 15*(2): 1-22. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3159924 [26.09.2020].

Alkhan, A. M. (2016). A Critical Analysis Of Special Purpose Vehicles In The Islamic Banking Industry:The Kingdom Of Bahrain As A Case Study. Bolton, UK. (Unpublished PhD Dissertation). Centre for Islamic Finance, University of Bolton, United Kingdom. http://ubir.bolton.ac.uk/1130/1/Alkhan%20Ahmed%20M%20PhD%20Full%20Draft%20After%20Viva.pdf [07.04.2019].

Alsayyed, N. (2015). *Inestigating Islamic Law in Special Purpose Company and Its Role in Structuring Contemporary Islamic Finance Products: Sukuk Perspective*. Germany: Lap Lambert Academic Publishing.

Amoruso, A. J., & Duchac, J. (2014). Special Purpose Entities And The Shadow Banking System. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal, 18*(2): 107-119. https://www.abacademies.org/articles/aafsjvol1822014.pdf#page=117 [05.04.2020].

Anayasa Mahkemesi (AYM). (2013). 31.10.2013 tarih ve 2013/72 E., 2013/126 K. sayılı karar. https://normkararlarbilgibankasi.anayasa.gov.tr/ND/2013/126. [20.12.2022].

Antalya, G. (2008). Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması Teorisi. E. Ulusoy (Dü.), *Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması I. Uluslararası Ticaret Sempozyumu* içinde (143-152). İstanbul: Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi.

Aras, G., & Müslümov, A. (2004). Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi Ve Bankacılık Sistemi Üzerine Etkileri. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi* (222): 55-65. https://www.researchgate.net/publication/23532918 [18.07.2021].

Arslan, K. O. (2017). Kamu Malı Niteliğinin Tespiti ve Kamu Mallarından Yararlanmanın Esasları. *Türkiye Barolar Birliği Dergisi*: 57-86. http://tbbdergisi.barobirlik.org.tr/m2017-131-1670 [30.07.2021].

Asutay, M. (2012). Conceptualising and Locating the Social Failure of Islamic Finance: Aspirations of Islamic Moral Economy vs. the Realities of Islamic Finance. *Asian and African area studies., 11 (2)*: 93-113. https://www.researchgate.net/publication/256022320 [10.10.2020]

Atar, F. (2016). *Fıkıh Usûlü* (12 b.). İstanbul: M.Ü. İlahiyat Fakültesi Vakfı Yayınları.

------- (2000). TDV İslâm Ansiklopedisi, İflas, 21/509-512. https://islamansiklopedisi.org.tr/iflas [28.08.2021].

Aybakan, B. (2013). Vekalet. TDV İslâm Ansiklopedisi, 43/1-6 https://islamansiklopedisi.org.tr/vekalet [28.02.2021].

Aydoğan, F. (2012). *Tek Kişi Ortaklığı*. (Yayınlanmış Doktora Tezi). İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Ayiter, F. (1942). Tek Adam Şirketi. *İzmir Barosu Dergisi (İBD)* 2(26): 390-396.

Ayub, M. (2017). *İslami Finansı Anlamak*. (Çev. Ç. E. Parlakkaya,) İstanbul: İktisat Yayınları.

Aziz, M. R., Shahid, M. M., & Ibrahim, M. F. (2013). The Structure Of Sukuk Ijarah: An Initial Analysis From The Perspective Of Maqasid Al-Shari'ah. *The 5th Islamic Economic System Conference (iECONS 2013)*. Kuala Lumpur. https://www.researchgate.net/publication/257811888 [10.11.2020].

Bafra, E. (2016). *İslami Bankacılıkta Sukuk (Kira Sertifikaları) ve Uygulaması*. Ankara: Seçkin Yayıncılık San ve Tic A.Ş.

Balibek, E. (2017). Establishing a Legal Framework for Sovereign Sukuk Issuance: A Public Debt Management Perspective. *World Bank Group Discussion Paper No*. https://documents1.worldbank.org/curated/en/907001497472893193/pdf/Establishing-a-legal-framework-for-sovereign-sukuk-issuance-a-public-debt-management-perspective.pdf [20.05.2021].

Baltacı, A. (2019). Nitel Araştırma Süreci: Nitel Bir Araştırma Nasıl Yapılır? *Ahi Evran Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (AEÜSBED), 5*(2): 368-388. doi:10.31592/aeusbed.598299

Bardakoğlu, A. (2002). Kumar. TDV İslâm Ansiklopedisi, *26/* 364-367. https://islamansiklopedisi.org.tr/kumar [01.05.2020].

Basel Committee on Banking Supervision. (2009, September). Report on Special Purpose Entities. *The Joint Forum*. https://www.bis.org/publ/joint23.pdf [11.505.2020].

Baudistel, K. J. (2013). Bankruptcy-Remote Special Purpose Entities: An Opportunity For Investor To Maximize The Value Of Their Returns While Undergoing More Careful And Realistic Risk Analysis. *Southern California Law Review 86*: 1309-1342. https://southerncalifornialawreview.com/2013/09/05/bankruptcy-remote-special-purpose-entities-an-opportunity-for-investors-to-maximize-the-value-of-their-returns-while-undergoing-more-careful-and-realistic-risk-analysis-note-by-katherine-j-baudist/ [14.03.2021].

Bayındır, S. (2007). Menkul Kıymetleştirme Uygulamaları ve Fıkıhtaki Yeri. *İstanbul Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi*(16): 249-273.

------- (2012). *Hazinenin Çıkardığı Kira Sertifikaları Helal mi?*. suleymaniyevakfi.org/islam-iktisadi/: suleymaniyevakfi.org [30.07.2021].

------- (2015). *Fıkhi ve İktisadi Açıdan İslami Finans Para ve Sermaye Piyasaları*. İstanbul : Süleymaniye Vakfı Yayınları.

------- (2016). Sukuk Uygulamaları ve Fıkhi Tahlili. M. Bayyiğit (Der.), *II. Uluslararası İslam Ticaret Hukuku Kongresi Günümüzdeki Meseleler*, 831-861. Konya: KTO Karatay Üniversitesi.

------- (2018). Faizin Tanımı Meselesi. Z. H. Taha Eğri (Der.), *İslam İktisadı Perspektifinden Faiz*, 53-67. İstanbul: İktisat Yayınları.

------- (2021). *40 Soruda Sukuk ve Borsa*. İstanbul: İkitsat Yayınları.

Berktaş Yüksel, E. (2020). Sahipliğe Dayalı Kira Sertifikaları Ve Bunların Saf İnançlı İşlem Niteliği. *Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi*. doi:10.32957/hacettepehdf.704507. https://dergipark.org.tr/tr/pub/hacettepehdf/issue/52790/704507 [28.02.2021].

Bulut, M. (2015). Ahlak ve İktisat. *Adam Akademi, 5*(2): 105-123.

Brooks, N., Ivanisevic, N., Lukasiewicz, A., Sainati, T., & lo Storto, C. (2015). *Special Purpose Entities in Megaprojects* (Corrado lo Storto (ed.)). https://www.iris.unina.it/retrieve/e268a72f-8e42-4c8f-e053-1705fe0a812c/Special_Purpose_Entities_in_Megaprojects.pdf [04.04.2020].

Buchanan, B. G. (2016). Securitization: A Financing Vehicle for All Seasons? *Journal of Business Ethics*, *138*(3): 559–577. https://doi.org/10.1007/s10551-015-2636-y. https://www.jstor.org/stable/44164183 [3.8.2021].

Busari, S. A. (2019). Juristic Analysis of Sukûk default: East Cameron Gas United States of America. Al Hikmah Journal, *2*(1). www.alhikmah.my [20.11.2020]

Cebeci, İ. (2019). Sukuk. TDV İslâm Ansiklopedisi, Ek 2/523-527. https://islamansiklopedisi.org.tr/sukuk [06.06.2021]

Chapra, M. U. (1977). *İslamda İktisadi Nizam / The Economic System of Islam A Discussion of its Goals and Nature*. İstanbul: Sebil Yayınevi.

Çatakoğlu, B. (2015). *Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Borçlanma Araçları*. (Yayınlanmış Doktora Tezi). Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Çetinkaya, Ş. (2012). Asimetrik Bilginin Piyasalara Etkileri Ve Finansal Krizlerdeki Rolü. *Sakarya İktisat Dergisi/The Sakarya Journal Of Economics, 1*(2): 46-63. https://dergipark.org.tr/tr/pub/sid/issue/30088/324691 [18.07.2021].

Çırak, H. H. (2001). *İslam Hukukunda Hükmi Şahsiyet (Tüzel Kişilik)*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). T.C. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.

Çizakça, M. (2011). *Islamic Finance Capitalism and Finance Origins, Evolution and the Future*. USA: Edward Elgar.

Çobanoğlu, M. M. (2020). *Kamu Altyapı Yatırımlarının Finansmanında Yenilikçi Bir Model: Gayrisafi Yurt İçi Hâsıla'ya Endeksli Sukuk*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Danıştay (2003) *Danıştay 3. Dairesi E. 2001/2076 K. 2003/4814 T. 31.10.2003. https://lib.kazanci.com.tr/kho3/ibb/files/3d-2001-2076.htm*.[01.08.2021]

Dilber, C. (2022). Sukuk ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama. *Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, *13*(2): 343-364. www.dergipark.org.tr [31.12.2022].

Doğru, H. (2007). *Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage Genel ve Hukuki Esaslar*. İstanbul: Doğru Hukuk Yayınları.

Domaniç, H. (2010). *Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması TTK. Şerhi II* (Cilt II). İstanbul: Vedat Kitapçılık.

Dönmez, İ. K. (1996). Garar. TDV İslâm Ansiklopedisi, 13/366-371. https://islamansiklopedisi.org.tr/garar [28.02.2021].

Durmuş, A. (2010). Modern Bir Finansal Araç Olarak Sukûk ve Fıkhî Açıdan Tahlîli. *İslam Hukuku Araştırmaları Dergisi*(16): 141-156.

Durmuş, A., Cebeci, İ., & Begün, M. (2019). Katılım Bankacılığında Sukuk. N. Kızılkaya (Der.), *Teori ve Uygulama Açısından İslam ve Finans* (s. 221-238). İstanbul: İsar Yayınları.

Dusuki, A. W., & Bouheraoua, S. (2011). The Framework of Maqasıd Al-Shariah and Its Implication For Islamic Finance. *Islam and Civilisational Renewal 2(2):* 316-336. https://icrjournal.org/index.php/icr/article/view/651/636 [16.05.2021]

Dusuki, A. W., & Mokhtar, S. (2010). Critical Appraisal of Shariah Issues on Ownership in Asset-Based Sukûk as Implemented in the Islamic Debt Market. *Research Paper (No: 8/2010)*. Kuala Lumpur: International Shariah Research Academy for Islamic Finance (ISRA). https://uaelawsandislamicfinance.com/2012/03/07/critical-appraisal-of-shariah-issues-on-ownership-in-asset-based-sukuk-as-implemented-in-the-islamic-debt-market/ [24.10.2020].

Eger III, R. J. (2011). Examining Financial Behavior in Special Purpose Entities. *Journal of Applied Business and Economics*, *12*(6): 57–69. http://www.na-businesspress.com/JABE/eger_abstract.html [04.04.2020]

El-Gamal, M. A. (2006). *Islamic Finance Law Economics and Practice*. Cambridge Univercity Press.

el-Hafîf, A. (2011). *İslam Hukukuna Göre Hukuki İşlemler ve Hükümleri (Eşya Hukuku ve Borçlar Hukuku)*. (Çev. R. Yaran,) Ankara: Türkiye Diyanet Vakfı Yayınları.

England and Wales High Court. (2017a). Dana Gas PJSC V Dana Gas Sukuk Ltd & Ors. https://www.casemine.com/judgement/uk/5b2897ab2c94e06b9e1982fa#: [02.10.2021].

England and Wales High Court. (2017b). Golden Belt 1 Sukuk Company BSC (C) V BNP Paribas. www.casemine.com/judgement/uk/5b2897ab2c94e06b9e198311# [17.10.2020].

Gazzâlî. (2019). *Mustasfâ İslam Hukukunun Kaynakları* (3 b.). (Çev. H. Y. Apaydın,) İstanbul: Klasik.

Gedikli, A., & Erdoğan, S. (2019). Malezya'da İslami Finans Ve İslami Bankacılık Uygulamaları Üzerine Bir İnceleme. *Bilimname XXXVIII, 2019/2*: 251-287.

Gedikli, F. (1998). *Osmanlı Şirket Kültürü XVI.-XVII. Yüzyıllarda Mudârebe Uygulaması* . İstanbul: İz Yayıncılık.

Genç, M. (2017). *Osmanlı İmparatorluğu'nda Devlet ve Ekonomi* (14 b.). İstanbul: Ötüken Neşriyat A.Ş.

Gofrey, Brian; Kileen, Neill; Moloney, K. (2015). *Data Gaps and Shadow Banking: Profiling Special Purpose Vehicles' Activities in Ireland* (Vol. 03, Issue Central Bank Quarterly Bulletin). https://www.centralbank.ie/docs/default-source/publications/quarterly-bulletins/quarterly-bulletin-signed-articles/data-gaps-and-shadow-banking.pdf?sfvrsn=6 [04.04.2020].

Golden, B., & Hughes, P. (2018). *Shining a Light on Special Purpose Entities in Ireland. 2018*(11): 1–22. https://pdfs.semanticscholar.org/b3ec/47a3e3496d99655402563781e4b91b5c2c16.pdf [04.04.2020].

Gorton, G. B., & Souleles, N. S. (2013). Special Purpose Vehicles and Securitization. In *The Risks of Financial Institutions: Vol. I* (Issue January). https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3884260 [04.04.2020].

Gözcü, A. Y. (2019). *Varlık Kiralama Şirketi (VKŞ)'nin Günümüz Türk Hukuku ve İslam Hukuku Açısından İncelenmesi*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Gözübenli, B. (2010). Şirket. TDV İslâm Ansiklopedisi. 39/198-201 https://islamansiklopedisi.org.tr/sirket [28.02.2021].

Gümüş, M. A. (2014). *6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu'na Göre Borçlar Hukuku Özel Hükümler* (3 b., Cilt II (Eser, Vekalet, Simsarlık, Vekâlelsiz İş Görme, Havale, Saklama, Kefalet ve Garanti)). İstanbul: Vedat Kitapçılık.

Güney, N. (2013). *Satım Akdi Özelinde İslam Borçlar Hukukunda Garar*. (Yayınlanmış Doktora Tezi). Necmettin Erbakan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.

Halaçoğlu, B. (2016). *Kira Sertifikaları (Sukuk) Konusunda Tartışılan Temel Sorunlar*. TKBB. https://tkbb.org.tr/sayfa/detay/akademik-calismalar-96 [21.5.2021].

Haron, M. N., Adawiah, E. R., Klopic, N. & Ellias, M. R. (2015). Application of The Concept of Beneficial Ownership in Sukuk Structures: An Islamic Legal Analysis. *ISRA International Journal of Islamic Finance Vol. 7 Issue 2, 7*(2), 105-133. https://www.researchgate.net/publication/312947721 adresinden alındı [09.08.2021].

Hartgraves, A. L., & Benston, G. J. (2002). The evolving accounting standards for special purpose entities and consolidations. *Accounting Horizons, 16*(3), 245–258. DOI:10.2308/acch.2002.16.3.245 https://www.researchgate.net/publication/229000252_The_Evolving_Accounting_Standards_for_Special_Purpose_Entities_and_Consolidations [25.04.2020]

Hasan, Z., & Asutay, M. (2011). An Analysis of the Courts ' Decisions on Islamic Finance Disputes Durham Research Online Deposited in DRO : Version of attached file : *ISRA International Journal of Islamic Finance*, *3*(2): 41–71. https://www.researchgate.net/publication/256022326 [21.08.2021]

Hocaeminefendizade Ali Haydar, E. (2017). *Dürerü'l Hükkâm Serhu Mecelleti'l-Ahkâm,* C. 3. (Çev. R. Gündoğdu, & O. Erdem,) İstanbul: Diyanet İşleri Başkanlığı.

https://www.tmks.com.tr/. (2022). Türkiye Menkul Kıymetleştirme Şirketi web sitesi. [20.12.2022]

Iacobucci, E. M., & Winter, R. A. (2005). Asset Securitization And Asymmetric Information. *The Journal of Legal Studies, 34 (1)*: 161 - 206. doi:10.1086/427765. https://www.jstor.org/stable/10.1086/427765 [17.4.2021]

IFSB. (2005). Capital Adequacy Standard for Institutions (other than Insurance Institutions) offering only Islamic Financial Services (IIFS). *IFSB-2*. Islamic Financial Services Board. https://www.ifsb.org/published.php [18.10.2020].

IFSB. (2009). Capital Adequacy Requirements For Sukuk, Securitisations And Real Estate Investment. *Capital Adequacy Requirements For Sukuk, Securitisations And Real Estate Investment*. Islamic Financial Services Board. https://www.ifsb.org/published.php [18.10.2020].

IIFM. (2022). *Sukuk Report A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market 11th Edition*. International Islamic Financial Market. https://www.iifm.net/sukuk-reports/ [01.10.2022].

IIFM. (2021). *IIFM White Paper on Global Benchmark Rate Reforms and Implications of IBOR Transition for Islamic Finance.pdf*. https://www.iifm.net/: https://www.iifm.net/wp-content/uploads/2021/03/IIFM-White-Paper-on-Global-Benchmark-Rate-Reforms-and-Implications-of-IBOR-Transition-for-Islamic-Finance.pdf [17.10.2021]

İnanır, A. (2017). Sukukun Sözleşme Yapısı (Mürekkep, Karma ve Kendine Özgü Olup Olmaması Bakımından. *Gaziosmanpaşa Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi, 5*(2): 25-50. https://dergipark.org.tr/tr/pub/guifd/issue/35571/394971. [20.06.2021].

İSEDAK. (2019). *İslami Sermaye Piyasalarında Sukukun Rolü (The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets)*. Ankara: İSEDAK Koordinasyon Ofisi.

İstanbul Bölge Adliye Mahkemesi (2021). 13. Hukuk Dairesi Kararı. *https://lib.kazanci.com.tr/kho3/ibb/files/is-istanbulbam-13hd-2020-1549.htm*.[14.08.2021]

Jabeen, Z., & Javed, M. T. (2007). Sukuk Structures: An Analysis of Risk-reward Sharing and Wealth Circulation. *The Pakistan Development Review (Vol. 46, No.4 Part II), 46*(2): 405–419. doi:10.30541/v46i4IIpp.405-419. https://www.researchgate.net/publication/227472272. [09.05.2021].

Jobst, A. (2007). The Economics of Islamic Finance and Securitization. *IMF Working Paper WP 07/117*. International Money Fund. https://www.researchgate.net/publication/5125128. [19.5.2021].

Kahf, M. (1997). The Use of Assets Ijara Bonds For Bridging The Budget Gap. *Islamic Economic Studies, 4*(2): 75-92. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3165359. [16.11.2019].

Kahf, M., & al-Saudi, H. (2016). Special Purpose Vehicles and Corporate Sukuk: How True Is 'True Sale'? *Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics, (Vol. 29, No.2) 29*(2): 3-21. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3061997 [16.5.2020].

Kallek, C. (2018). *Sosyal Servet:İslam'da Yönetim-Piyasa İlişkisi* (2 b.). İstanbul: Klasik.

Klee, K. N., & Butler, B. C. (2002). Asset-backed securitization, special purpose vehicles and other securitization issues. In *Uniform Commercial Code Law Journal* 35 (2): 23–68. https://www.iiiglobal.org/node/1649. [04.04.2020].

Kandemir, H. K. (2020). Kurumsal Yönetim Aracı Olarak Bağımsız Yönetim. *Yıldırım Beyazıd Hukuk Dergisi*(2): 435 - 472.

Karadâğî, A. M. (2016). Fransız Hukukunda Kanuni İntifa Hakkı ve İngiliz Hukukunda Adli Mülkiyet ve Kanuni Mülkiyet. M. Bayyiğit (Der.), *II. Uluslararası İslam Ticaret Hukuku Kongresi Günümüzdeki Meseleler*:(265-321). Konya: KTO Karatay Üniversitesi.

Karadâği, A. M. (2018). *İslam İktisadına Giriş Modern Ekonomiyle Mukayeseli Olarak Temellendirilmiş Bir Çalışma.* (Çev. A. Kahraman,) İstanbul: İktisat Yayınları.

Karaman, H. (2016a). *Mukayeseli İslam Hukuku,* C.1. 3 Cilt. İstanbul: İz Yayıncılık.

------- (2016b). *Mukayeseli İslam Hukuku,* C.2. 3 Cilt. İstanbul: İz Yayıncılık.

------- (2016c). *Mukayeseli İslam Hukuku*, C.3. 3 Cilt. İstanbul: İz Yayıncılık.

Kasımoğlu, M., Yetgin, F., & Küçükçolak, A. (2018). Kira Sertifikaları, Türkiye Tecrübesi ve Bir Vaka. *Istanbul Journal of Economics - İstanbul İktisat Dergisi* (68): 1-44. doi:10.26650/ISTJECON414489

Kaya, E. S., & Hacak, H. (2013). Zimmet. TDV İslâm Ansiklopedisi, 44/424-428. https://islamansiklopedisi.org.tr/zimmet [28.02.2021].

Khnifer, M. (2010). When Sukuk Default - Asset Priority of Certificate-holders vis a vis Creditors. *Opalesque Islamic Finance Intelligence*: 9-15. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1712058 [22.11.2020].

Köse, M. (1998). İslam Hukuku ve Modern Hukuka Göre Tüzel Kişilik. *EKEV Akademi Dergisi, 1*(2): 221-230.

Köse, S. (2020). *İslam Hukuku Açısından Kanuna Karşı Hile ve Hile-i Şer'iyye* (2 b.). İstanbul: Hikmetevi Yayınları.

Kulak, H. A. (2014). *Sermaye Piyasası Aracı Olarak Kira Sertifikası.* (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara

Kur'ân-ı Kerim ve Açıklamalı Meali. (2004). Trc. H. Karaman, A. Özek, İ. K. Dönmez, M. Çağrıcı, S. Gümüş, & A. Turgut. Ankara: Türkiye Diyanet Vakfı.

Kurtdarcan, M. K. (2018). *Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Kira Sertifikaları İle Gayrimenkul Projelerinin İnşaatının Finansmanı.* (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Laldin, M. A., & Furqani, H. (2013). Developing Islamic finance in the framework of maqasid al-Shari'ah. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management 6(4):* 278-289. DOI: 10.1108/IMEFM-05-2013-0057. https://www.researchgate.net/publication/263068321 [22.09.2020].

Lexpera. (2019a). *https://www.lexpera.com.tr/*. https://www.lexpera.com.tr/ictihat/bolge-adliye-mahkemesi/t-c-ankara-bolge-adliye-mahkemesi17-hukuk-dairesi-e-2019-725-k-2019-821-t-2-7-2019. [20.09.2021]

------- (2019b). *https://www.lexpera.com.tr/*. https://www.lexpera.com.tr/ictihat/bolge-idare-mahkemesi/istanbul-bim5-idd-e-2019-753-k-2019-1196-t-2-4-2019 [20.09.2021]

Malikov, A. (2017). How Do Sovereign Sukuk Impact on the Economic Growth of Developing Countries? An Analysis of the Infrastructure Sector. A. Malikov içinde, *Critical Issues and Challenges in Islamic Economics and Finance Development.* doi:10.1007/978-3-319-45029-2_1. https://www.researchgate.net/publication/316753079 [12.06.2021].

Musari, K. (2013). Analysis of the Difference between before and after the Issuance of Sovereign Sukuk to the Financial of State and Well-Being of Society in Bahrain, Malaysia, and Indonesia . *International SAMANM Journal of Finance and Accounting (Vol. 1, No. 2)*: 32-46. https://www.researchgate.net/publication/323836096 [13.6.2021].

Na'im, A. (2006). Special Purpose Vehicle Institutions: Their Business Natures and Accounting Implications. *Gadjah Mada International Journal of Business, 8*(1):1-19. https://jurnal.ugm.ac.id/gamaijb/article/view/5626/4599 [04.04.2020].

Nazar, J. K. (2015). Regulatory and financial implications of Sukuk's legal challenges for sustainable Sukuk development in Islamic capital market. *Ethics, Governance and Regulation* (s. 135-143). içinde Bloomsbury Qatar Foundation Journals. http://irep.iium.edu.my/48708/1/Ethics,_Governance_and_Regulation_Islamic_Finance_Book_Volume_4_Web.pdf#page=149 [18.10.2020].

Newman, N. (2007). Enron And The Special Purpose Entities-Use Or Abuse? -The Real Problem - the real focus. *Law and Business Review of the Americas, 13*(1): 97–137. https://scholarship.law.tamu.edu/facscholar [04.04.2020].

OECD. (2009). *OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment 2008: Fourth Edition,*. doi: 10.1787/9789264045743-en. https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-benchmark-definition-of-foreign-direct-investment-2008_9789264045743-en [05.04.2020].

Oğuzman & Öz (2012). *Borçlar Hukuku Genel Hükümler* (10. b.). C. 1. 2 Cilt. İstanbul: Vedat Kitapçılık

Orhan, B. (2018). Sukukun Yapısı ve İşleyişi. *Başkent Üniversitesi Ticari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2*(2): 1-20. https://dergipark.org.tr/tr/pub/jcsci/issue/40073/453053 [24.4.2021].

Orhan, Z. H., & Tirman, N. (2021). Türkiye'deki Kira Sertifikası (Sukuk) İhraçlarının Büyüme Üzerindeki Etkisine Dair Ampirik Bir Analiz: 2010-2019. *Sosyoekonomi Vol.29(48)*: 229-247. doi:10.17233/sosyoekonomi.2021.02.12 https://www.researchgate.net/publication/350881881 [22.05.2021].

Orman, S. (2019). *İslâmi İktisat, Değerler ve Modernleşme Üzerine* (2 b.). İstanbul: İnsan Yayınları.

Özbek, M. (2001). I□flas Masasından Çıkarılabilecek Mallar ve Haklar. *Türkiye Barolar Birliği Dergisi*, *3*: 997–1028. http://tbbdergisi.barobirlik.org.tr [17.10.2021].

Özdemir, S. S. (2013). Alternatif Yatırım İlkeleri ve Kira Sertifikası. *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi* (29), 357-399. lexpera.com.tr/literatur/batider-makaleler/alternatif-yatirim-ilkeleri-ve-kira-sertifikasi-alternatif-yatirim-ilkeleri-ve-kira-sertifikasi-357/1 [17.7.2021].

Öztek, S., & Memiş, T. (2008). Şirketler Hukuku ve İcra İflas Hukuku İlkeleri Karşısında Borçlu Şirketin Alacaklılarının Hakim Ortağa Karşı Korunması. E. Ulusoy (Der.), *Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması I. Uluslararası Ticaret Hukuku Sempozyumu* (195-216). İstanbul: Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi.

Palamut, M. E. (1999). Kamu Ekonomisinde Devlet Taşınmazları ve Tabi Oldukları Hukuksal Rejim Hakkında Bir Değerlendirme. *XIV. Maliye Sempozyumu* (s. 61-80). Antalya: Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi. http://maliyesempozyumu.org/wp-content/uploads/2016/11/Maliye-Sempozyumu_14.pdf [01.08.2021].

Pearce, J. A., & Lipin, I. A. (2011). Special purpose vehicles in bankruptcy litigation. *Hofstra Law Review*, *40*(1): 177–233. https://www.researchgate.net/publication/304381771_Special_Purpose_Vehicles_in_Bankruptcy_Litigation [04.04.2020].

Pulaşlı, H. (2011). *6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununa Göre Şirketler Hukuku Şerhi* (Cilt 1). Ankara: Adalet Yayınevi.

PWC. (2011). Creating an Understanding of Special Purpose Vehicles. www.pwc.com/financialregulation [17.10.2020].

Sağlam, İ. (2008). Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması Kavramına Genel Bir Bakış. E. Ulusoy (Der.), *Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması I. Uluslararası Ticaret Hukuku Sempozyumu* (153-161). İstanbul: Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi.

Sainati, T., Locatelli, G., Smith, N., Brookes, N., & Olver, G. (2020). Types and functions of special purpose vehicles in infrastructure megaprojects. *International Journal of Project Management, 38*(5): 243-255. doi:10.1016/j.ijproman.2020.05.002. https://www.researchgate.net/publication/342329752_Types_and_functions_of_special_purpose_vehicles_in_infrastructure_megaprojects [07.03.2021].

Samar, M. (2019a). *İslami Finans Ürünlerinden Akitlerin Birleştirilmesi* (1 b.). İstanbul: Hikmetevi Yayınları.

------- (2019b). Fıkhî Açıdan Altın Tahvili ve Altına Dayalı Kira Sertifikası İhracı. *İslam Hukuku Araştırmaları Dergisi*(33): 307-336. https://www.researchgate.net/publication/344848611 [29.04.2021].

Saraç, M. (2017). *Finans Teorisini Yeniden Düşünmek*. İstanbul: İktisat Yayınları.

Schwarcz, S. L. (2012). The Use And Abuse Of Special-Purpose Entities in Public Finance. *Minnesota Law Review*, *97*(2): 369–406.

Skarabot, J., Batchvarov, A., Duffee, G., Fried, J., Hennessy, C., Jaffee, D., Jenter, D., Leland, H., Robinet, F., Rogers, D., Rubinsten, M., Sagi, J., Toft, K., & Wallace, N. (2001). *Securitization and Special Purpose Vehicle Structures. 510*: 1–33. http://www.chinasecuritization.cn/upload/200605/20060507225859464.pdf [04.04.2020].

Soleimani, M., & Shadab, S. M. (2020). Roles and functions of special purpose vehicles (SPV): A comparison between Islamic and conventional finance. *Journal of Emerging Economies & Islamic Research 8(1)*: 1-11. https://ir.uitm.edu.my/id/eprint/32086/ [11.04.2021].

Söyler, İ. (2005). *Devlet Mallarının Kamu Finansmanı Açısından Değerlendirilmesi*. Ankara: T.C. Maliye Bakanlığı Araştırma, Planlama ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı (Yayın No: 2005/368). https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2019/09/ [01.08.2021].

------- (2011). Kamu Malları Teorisi Açısından Devletin Hüküm ve Tasarrufu Altındaki Yerler. *Sayıştay Dergisi 83*: 57-68. https://dergipark.org.tr/tr/pub/sayistay/issue/61538/919073 [29.07.2021].

Söyler, İ. (2016). *Hukuki ve Mali Boyutlarıyla Sukuk (Kira Sertifikaları)*. Ankara: Gazi Kitabevi.

Sözer, A. N. (2014). Bilim ve Hukuk (Science and Law). *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi , Prof. Dr. Ali Rıza Okur'a Armağan, 20*(1): 1081-1118. DOI: 10.33433/maruhad.607133

SPK (2010). Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ Hakkında Basın Duyurusu. https://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/201041/0. [27.02.2021].

SPK (2013). Kira Sertifikaları Tebliğine İlişkin Basın Duyrusu. https://spk.gov.tr/duyurular/basin-duyurulari/2013/kira-sertifikalari-tebligine-iliskin-basin-duyurusu [27.02.2021].

Sümer, E. (2020). Sukukun Dünyada ve Türkiye'de Gelişimi. *Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı Uzmanlık Tezi*. İSEDAK Ve Uluslararasi Kalkınma İşbirligi Genel Müdürlüğü. https://tkbb.org.tr/sayfa/detay/akademik-calismalar-96 [22.05.2021].

Şimşek, S. (2014). Kamu Mallarının Özel Mülkiyete Konu Olmaması İlkesinin Mülkiyet Hukukuna Yansımaları. *Sayıştay Dergisi* (92): 93-115. https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/1713892 [30.07.2021].

T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı. (2019). *T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, On Birinci Kalkınma Planı 2019-2023*. https://www.sbb.gov.tr: https://www.sbb.gov.tr/kalkinma-planlari/ [20.03.2021].

T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2019). Altına Dayalı Kira Sertifikası Yatırımcı Kılavuzu. Ankara. https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2019/01/Alt%C4%B1na-Dayal%C4%B1-Kira-Sertifikas%C4%B1-Yat%C4%B1r%C4%B1mc%C4%B1-K%C4%B1lavuzu-Aral%C4%B1k-2018.pdf [24.11.2019].

T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2022). Yıllık Kamu Borç Yönetim Raporu 2022. Ankara. https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-raporlari [28.12.2022]

Tekin, H. H. (2006). Nitel Araştırma Yönteminin Bir Veri Toplama Tekniği Olarak Derinlemesine Görüşme. *İstanbul Üniversitesi Sosyoloji Dergisi*. https://dergipark.org.tr/tr/pub/iusosyoloji/issue/521/4777 [17.04.2021].

Tekin, A. (2017). Türkiye Kira Sertifikaları ile İslami Finans Piyasalarındaki Eşdeğer Ürünler Arasında Bir Karşılaştırma. *Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*, *20*(2): 160–175. https://dergipark.org.tr/tr/pub/selcuksbmyd/issue/31741/317231 [11.04.2021]

Tekinalp, Ü. (2011). *Tek Kişi Ortaklık I Tek Pay Sahipli Anonim Ortaklık*. İstanbul: Vedat Kitapçılık.

TKBB. (2023). *https://veripetegi.tkbb.org.tr*. [02.04.2023]

Turan, G. (2012). *Menkul Kıymetleştirme ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler*. On İki Levha Yayıncılık. https://www.lexpera.com.tr/literatur/kitaplar/ikinci-bolum-menkul-kiymetlestirmede-hukuki-iliskiler-9786055373641/1 [12.09.2021].

Turay, F. (2019). *Finansal Açıdan İslam Borçlar Hukuku (İslami Finans Teorisi)*. İstanbul: Ensar Neşriyat Tic. A.Ş.

Türker, H. (2010). *İslami Finans Sisteminde Finansal Aracılık: Dünyadaki Gelişmeler Ve Sermaye Piyasasının Geliştirilmesi Açısından Türkiye İçin Öneriler*. (Yeterlilik Etüdü). Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara. https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YeterlikEtutleri [11.04.2021].

Ulusoy, A., & Ela, M. (2015). Türkiye'de Sukuk Sertifikalarının Kamu Finansmanında Kullanımı: Genel Bir Değerlendirme. *International Congress on Islamic Economics and Finance on 21-23 October 2015 (ICISEF-2015)*: 143-169. Sakarya. https://www.researchgate.net/publication/305993440 [10.5.2021].

------- (2016). Türkiye'de Devlet Sukuku İhraçları ve İhtiyacı. *2. Uluslararası Çin'den Adriyatik'e Sosyal Bilimler Kongresi*., (341-358). Hatay. https://www.researchgate.net/publication/305993351 [06.06.2021].

UNCITRAL (2012). United Nations Commission on International Trade Law, Legislative Guide on Insolvency Law. Part three: Treatment of enterprise groups in insolvency. United Nations, New York. [01.12.2022]

Usmani, M. T. (2007). Sukuk and their Contemporary Applications. http://www.iefpedia.com/english/wp-content/uploads/2009/11/Sukuk-and-their-Contemporary-Applications.pdf [27.09.2020].

Üstündağ, S. (2000). *İcra Hukukunun Esasları* (7 b.). İstanbul: Nesil Matbaacılık.

Wijnbergen, S. v., & Zaheer, S. (2013). Sukuk Defaults: On Distress Resolution in Islamic Finance. *SSRN Electronic Journal*(TI 2013-087/VI). doi:10.2139/ssrn.2293938. https://www.researchgate.net/publication/272262174_Sukuk_Defaults_On_Distress_Resolution_in_Islamic_Finance [21.08.2021].

Yargıtay 1. Hukuk Dairesi. (2020). *Kazancı-İçtihat Bilgi Bankası*. https://www.kazanci.com.tr: https://lib.kazanci.com.tr/kho3/ibb/files/1hd-2018-3869.htm [26.09.2021].

Yargıtay 13. Hukuk Dairesi. (2017). *Kazancı-İçtihat Bilgi Bankası*. https://www.kazanci.com.tr: https://lib.kazanci.com.tr/kho3/ibb/files/13hd-2016-5064.htm [26.09.2021].

Yargıtay Hukuk Genel Kurulu. (2020). *Kazancı - İçtihat Bilgi Bankası*. https://www.kazanci.com.tr: https://lib.kazanci.com.tr/kho3/ibb/files/hgk-2019-11-808.htm [14.08.2021].

Yavuz, C. (2014). *Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler* (9 b.). İstanbul: Beta.

Yılmaz, S., & Pınar, H. (2019). İnançlı İşlemlerin Muvazaalı İşlemlerle Karşılaştırılması Üzerine Bir Değerlendirme. *Ankara Üni. Hukuk Fak. Dergisi*, *68*(4): 959–998. https://doi.org/https://doi.org/10.33629/auhfd.721992

Zehra, M. E. (2014). *İslam Hukuku Metodolojisi Fıkıh Usulu* (12 b.). (P. D. Şener, Çev.) Fecr Yayın Reklam Bilgisayar San. Tic. Ltd. Şti.

EK:
Derinlemesine Mülakat Çalışması

Derinlemesine mülakat yapılan uzmanlara ilişkin bilgiler ile mülakatta ilgili uzmanlık alanlarına göre yöneltilen sorular ve uzmanların değerlendirmelere bu ek bölümde yer verilmektedir.

Görüşmelerimiz, bir görüşme dışında, katılımcıların talepleri ve görüşmelerin kayıt altına alınmasında sağladığı kolaylıklar nedeniyle uzaktan video erişimi yöntemleriyle gerçekleştirilmiş ve bu görüşmeler katılımcının onayına istinaden kayıt altına alınmıştır.

Görüşmecilerin seçiminde bir kira sertifikası ihracına katılan tüm tarafların görüş ve değerlendirmelerini alma amacıyla hareket edilmiş ve bu çerçevede ihracın tarafları olan varlık kiralama şirketi, kaynak kuruluş/fon kullanıcı banka ve yatırımcılar nezdinde görev alan uzmanlar ile ihraç kapsamında hizmet veren hukukçular ve İslami finans uzmanları ile görüşmeler yapılmıştır.

Görüşmelerimizde fon kullanıcı tarafı temsilen sadece banka yetkilileri tercih edilmiştir. Zira konuya ilişkin incelemelerimiz ve görev aldığımız sukûk ihraçlarından edindiğimiz tecrübeler, henüz çok yeni sayılacak olan özel sektör ihraçlarının fon kullanıcılarının, varlık kiralama şirketleri hakkındaki bu çalışmamıza yeterli katkıyı sunamayacağını göstermektedir. Kamu görevlisi olmaları nedeniyle HMVKŞ yetkilileriyle görüşme tesis edilememiştir.

Görüşmelerimizde, sukuk ihracının tüm hukuki ve finansal meseleleri üzerinde durulmak yerine araştırma konumuz olan varlık kiralama şirketinin yapısı, teori ve uygulamada karşılaşacağı sorunlar ile bu sorunların çözümüne dair öneriler ele alınmıştır. Görüşmeler sırasında ortaya çıkan ancak çalışmamızla ile ilgili olmayan konulara ilişkin görüş ve değerlendirmelere çalışmamızda yer verilmemiştir. Görüşmeciler çalışmamıza herhangi bir kişi ya da kurumu temsilen değil uzmanlık alanları ve uygulamaya dair tecrübelerine dayalı olarak şahsi görüş ve değerlendirmeleriyle katılmışlardır.

Çalışmamıza katılan görüşmecilere, kendileriyle yapılan görüşme sonuçlarına çalışmamızda yer verileceği hakkında bilgi verilmiş ve buna dair görüşmecilerden onay alınmıştır.

Araştırmamız kapsamında derinlemesine mülakat yapılan uzmanlar ve mülakat tarihleri aşağıda 5 nolu tabloda gösterilmektedir.

Tablo EK-5: Derinlemesine Mülakat Bilgi Tablosu

Görüşmeci	Görevli Olduğu Kurum
Görüşmeci - 1	Katılım Bankası ve VKŞ Yöneticisi
Görüşmeci -2	Katılım Bankası ve VKŞ Yöneticisi
Görüşmeci -3	Katılım Bankası ve VKŞ Yöneticisi
Görüşmeci -4	Katılım Bankası Yöneticisi
Görüşmeci – 5	Katılım Bankası ve VKŞ Yöneticisi
Görüşmeci - 6	Hukukçu
Görüşmeci - 7	Hukukçu
Görüşmeci - 8	Hukukçu
Görüşmeci - 9	Hukukçu
Görüşmeci - 10	Yatırımcı Portföy Yönetim Şirketi Yöneticisi
Görüşmeci - 11	Yatırımcı Sigorta Şirketi Yöneticisi
Görüşmeci - 12	Danışma Komitesi
Görüşmeci - 13	Danışma Komitesi

A-VKŞ ve Fon Kullanıcı Banka Yetkilileri İle Yapılan Görüşmeler
Görüşmeci-1
Genel Sorular

1-Varlık kiralama şirketlerinin mevcut yapısını, kira sertifikası ihraçları açısından nasıl değerlendirirsiniz? Bu kapsamda mevcut yapının aksayan ya da tadili gereken unsurları var mıdır?

VKŞ'nin anonim şirket şeklinde kurulması uygulamada yaşadığımız sorunlardan birini oluşturmaktadır. VKŞ'ler sadece sukuk ihracı için kurulmuş bir yapı olmasına rağmen, normal bir anonim şirket gibi yönetilmesi gerekmekte, bu anlamda bağımsız denetim, defter tutma, vergi işlemleri, genel kurullar gibi

prosedürleri takip etmek zorunda kalınmaktadır. Bunlar operasyonel olarak da önemli yükümlülükler getirmekte ve muhasebe, bağımsız denetime bilgi aktarımları, ödemeler sorumluluklar ortaya çıkarmaktadır. Bu konuda daha fazla kolaylık getirilmesi gerekeceği kanaatindeyim.

Yine mevcut yapıda, fon kullanıcı açısından bir temerrüt olduğunda, ihraca konu olan varlıkların kime ait olacağına dair belirsizlikler de önemli bir soruna yol açabilecektir.

2-Ülkemizde sukuk ihraçları artık neredeyse tamamen yönetim ve vekâlet gibi asset based yapılara dayanmaktadır. Bu tercihin nedenleri nelerdir?

Assed based sukuk yapısının tercih edilmesinin en önemli nedenlerden biri operasyonel olarak daha esnek ve kolay yönetilebilir olmasıdır. Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın gerçekleştirdiği ihraçları dışarda tutarsak piyasada ağırlıklı olarak katılım bankaları tarafından gerçekleştirilen sukuk ihraçlarının ortalama vadeleri 3-4 ay civarındadır. Bu nedenledir ki likidite yönetimi ve kısa vadeli murabaha projelerinin finansmanında kullanılan söz konusu sukuk ihraçlarında assed based sukuk yapısı tercih edilmekte olup; operasyonel süreçleri uzun olan sahipliğe dayalı sukuk yapıları ise (YK kararı, tapu izin işlemleri gibi) tercih edilmemektedir.

Varlıkların devrinde de operasyonel zorluklar var, bu konuda da kolaylaştırmalar yapılabilir. Bu nedenle de tescile tabi varlıkların devrinde tescile bağlı devirler yerine inançlı devirler tercih ediliyor.

Asset based yapıda varlıkların bilançodan çıkmaması da bir avantaj olarak görülüyor. Varlıkların VKŞ'ye fiziki devri yapılmadığı için bilanço konsolidasyonunda sorun da oluşmuyor. Sahipliğe dayalı sukuk yapısında (asset backed) VKŞ'ye devredilecek varlıklar, kurucu bankanın bilançosunda gözükeceğinden bu durumda bankanın karşılık ayırması gerekebilecektir. Dolayısıyla bu yapı banka bilançosunu olumsuz etkiliyor. Devreden bakımından da varlığın bilançodan çıkması bilançoyu küçülteceğinden söz konusu yapı tercih edilmemekle birlikte, bazı şirketler açısından da devirler özel izne tabi olduğu için asset backed yapısı üzerinden ihraç yapılamamaktadır. İstisna ve selem sukuklarda, ikinci el alım satımına prensipler açısından onay verilmediğinden tercih edilmiyor. Ortaklığa dayalı sukuk işleminde ilave vergi yükümlülüğü ortaya çıkıyor. GSYF işlemlerinde var olan kurumlar vergisi istisnaları VKŞ'ler için olmadığı için kurumlar ortaklığa dayalı projelerinde sukuk ihracı yerine GSYF üzerinden ilerlemeyi tercih ediyorlar.

Her ne kadar assed based sukuk yapısının operasyonel yönetimi daha kolay ve esnek olsa da bu yapının kötüye kullanılması daha kolay olacaktır. Sukuk

ihraçlarında SPK'ya başvuru yaptığımızda başvuru dosyamız Kira Sertifikaları Tebliği (III-61.1) kapsamında değerlendirilmekte olup, sukuk yapısının ve sözleşmelerin İslam hukukuna uygunluğu kontrol edilmemektedir; çünkü SPK'nın böyle bir fonksiyonu yoktur. Bu nedenle İslami finans prensiplerine uymadan sukuk ihracı gerçekleştirenler haksız rekabete yol açabilmektedir. Bu durumda sukuk piyasası nicelik olarak büyürken; nitelik olarak da olumsuz bir yöneliş ortaya çıkıyor. Zira sektörde bazı VKŞ'ler, bir varlığı aynı anda birden fazla ihraca dayanak gösterme ya da ihraçtan elde edilen gelirin, kullanıldığı alanların prensiplere uygunluğunu kontrol etmeme şeklinde uygulamalar yapabilmektedir. Bu tür durumlarda olası bir temerrütte varlıkların olmadığı ortaya çıktığında, bu durum tüm sektör açısından ciddi bir itibar kaybına neden olacaktır. Tüm bu etkileri göz önünde bulundurduğumuzda etkin bir çözüm için SPK nezdinde bir Katılım Finans Daire Başkanlığı'nın kurulması elzemdir.

3-Bu tercihte varlık kiralama şirketlerinin, ihraçtan finansman sağlayacak olan fon kullanıcısı tarafından kurulmuş olmasının bir etkisi var mıdır?

Aslında yatırımcılar bu ihraçlarda kurucu bankalara güveniyor, bankalar bu anlamda bir güven unsuru olarak duruyor.

4-Bu kapsamda Sukuk ihracında görevli özel amaçlı kurumların fon yapısında teşkilatlanması ya da vakıflar tarafından kurulması gibi farklı bir yapıya kavuşturulması hususunda değerlendirmeleriniz nelerdir?

SPK, sukuk ihraçlarının VKŞ'ler üzerinden değil de her bir tertip bazında kurulacak olan fonlar üzerinden gerçekleştirilmesine yönelik bir mevzuat değişikliği önermişti. Sukuk ihraçlarının vadesinin kısa olduğunu düşündüğümüzde her bir ihraç için ayrı bir fon kurulması, fon kuruluş prosedürlerinin takibi ve itfa tarihinde bunların kapatılması gibi hususların ihraç operasyonunu zorlaştıracağı düşüncesiyle sektör söz konusu fon yapısına itiraz etmişti. Ancak kanaatimce fonların kuruluş ve kapanma aşamaları aynı gün yapılabilecek şekilde basitleştirilebilirse, fon yapısı daha doğru ve yatırımcı menfaatlerinin korunması açısından daha faydalı olacaktır. Zira mevcut uygulamada aynı VKŞ, birden fazla şirket için ihraç yapmakta olup, olası bir temerrütte hangi varlığın hangi ihraca ilişkin olduğu soru işaretlerine yol açabilecektir. Bu aslında sukûk ihraçlarına olan güveni de azaltacaktır. Nitekim yatırımcılar da dayanak varlıkların nasıl ayrıştırılacağını sorgulamaktadırlar.

Dolayısıyla işleyişi sadeleştirilmiş ve operasyonel yükleri azaltılmış bir fon yapısı kurulabilirse, yapı daha kolay benimsenebilecektir. Bu yapıda fonların başında kaynak kuruluşun etki edemeyeceği bağımsız kişiler yer alabilecek

ve bu anlamda kontrol sağlanabilecektir. Benim önerim, bu fonların da yine bankalar tarafından kurulması şeklindedir. Ancak fonda mutlaka bankadan bağımsız kişilerin yer alması uygun olacaktır. Bu yapı sektörün büyümesi için daha uygundur.

Merkezi bir VKŞ de değerlendirilebilir; ancak bu tür bir yapının çeşitli nedenlerle kabul edilmeyeceği kanaatindeyim. Zira yurt dışı sukuk çalışmalarında da yabancı hukukçular, VKŞ'nin başka ihraçları olmamasına dikkat ediyorlar; çünkü olası bir temerrüt durumunda dayanak varlıklarla ilgili yaşanabilecek sorunların önüne geçmeye ve yatırımcıları korumaya çalışıyorlar. Nitekim bu nedenle bankalar, kendi sukukları ile aracılığını üstlendiği şirketlerin sukuk ihraçlarını farklı VKŞ'ler üzerinden yapmaya yönelmiştir. Dolayısıyla tek bir VKŞ'nin tüm sukuk ihraçlarını yürüteceği bir yapı, yatırımcılar nezdinde güven sorununa yol açabilecektir. Ayrıca fon kullanıcıları ya da bankalar ticari bilgilerin paylaşılmasını istemeyeceklerdir. Yine merkezi yapı, denetim açısından olumsuz bir duruma yol açabilir. Zira merkezi VKŞ; tüm varlıkların denetim ve kontrolüne ilişkin operasyonu yapmak istemeyerek, bu sorumluluğu ihraççıya bırakabilir, bu da mevcut durumdaki dayanak varlıklara dair sorunların devamına yol açar. Oysa fon yapısında varlıklara dair denetimler daha sıkı ve güvenilir şekilde yapılabilir.

Kaynak kuruluş ile VKŞ arasındaki bağımlılık ilişkisi nedeniyle VKŞ'ler kurucusunun menfaatlerini koruma eğiliminde olabilecektir. VKŞ'lerin bu noktada sözleşmelerine uygun hareket etmeleri gerekli hale gelmektedir.

5-Sukuk ihraçları, kendisinden beklenen faydaları sağlamakta mıdır? Bu faydaların elde edilmesine engel olabilecek hukuki ya da fiili durumlar olduğunu düşünür müsünüz?

Özellikle vergisel konularda geliştirilmesi gereken hususlar olsa da genel olarak sağladığını değerlendiriyorum.

Varlık Kiralama Şirketi Yöneticilerine Özel Sorular

1-VKŞ yöneticileri uygulamada ihraç işlemlerinin operasyonuyla ne kadar ilgilenebilmektedir? İhraca ilişkin dokümantasyonun hazırlanması, SPK, BİST müracaatlarını VKŞ adına kimler yapmaktadır? VKŞ yöneticileri, bu faaliyetleri için ücret almakta mıdır? VKŞ açısından yönetici ücretleri önemli bir maliyet midir?

VKŞ'nin yöneticilerinin bir kısmı tüm süreci yürütürken, diğer üyeler kritik konularda karar almaya katılmaktadır. Dolayısıyla işlem operasyonlarının tamamı üyelerden bir ya da birkaçı tarafından yürütülmektedir. Bankanın, VKŞ işlemlerinde görev alan bazı çalışanları da çeşitli şekillerde ihraç süreçlerinde yer alabilmektedir. Burada bankanın kendi iştiraki olan VKŞ'nin eliyle ihraç yapmasının bir nedeni de aynı bankacılık sistem alt yapısını kullanabilmesi nedeniyle operasyonel avantajlar sağlamasıdır.

2-Uygulamada VKŞ yönetimine bağımsız üye seçiminde hangi kriterler uygulanmaktadır? Bağımsız üyeler kurucudan gerçekten de bağımsız olabilmekte midir?

SPK Tebliğine göre bağımsız YK üyesinin, kaynak kuruluş nezdinde yönetici statüsünde olmaması gerekiyor. Bu üye çoğunlukla kurucu nezdinde çalışan ancak sukuk ihraçlarında görev almayan bir kişi olarak belirlenmektedir. Bağımsız üye, kaynak kuruluş nezdinde çalıştığı için kaynak kuruluştan tamamen bağımsız olduğu söylenemez. YK kararları sırasında, banka yetkilisi de olan diğer üyelerin kararına itiraz etmesi ya da kararlara şerh düşebilmesi mümkün olamayacaktır.

3-Sukuk ihracına ilişkin mevzuatta ihraçları olumsuz etkileyen ya da iyileştirilmesi gerektiğini düşündüğünüz düzenlemeler bulunmakta mıdır?

Mevcut uygulamada en önemli sorunlardan biri dayanak varlıkların takip edilmemesidir diyebiliriz. Bu noktada banka iç kontrol birimlerine, varlık denetimi konusunda da yetki ve görev verilebilir. Bu sayede varlıkların etkin bir denetimi yapılabilecektir. Zira denetim ekiplerinin, kira sertifikaları ve süreçleri konusunda yeterli bilgisi olmadığı zaman denetim de beklenen etkinliği sağlanamamaktadır. Diğer ifadeyle denetim yapılamamış olmaktadır.

4-Dayanak varlık ve hakların VKŞ'ye gerçek satışla devri, kurucunun finansal tablolarını nasıl etkilemektedir? Bu etkinin ihraç türleri ve dayanak varlıkların devri usulüne etkileri hakkındaki değerlendirmeleriniz nelerdir?

Katılım bankaları tarafından aracılık edilen sukuk ihraçları kapsamında kullanılan VKŞ'lerin konsolide edilmesi durumunda katılım bankalarına sorumlusu ve borçlusu olmadıkları sukuklardan aktife alınan varlıklar nedeniyle ayrı bir sermaye yükümlülüğü gelmektedir. Bu nedenle Kira sertifikalarına ilişkin mevzuatın, aracılık edilen sukuk işlemlerinde kullanılan VKŞ'lerin IFRS ve TFRS 10 kapsamında konsolidasyona tabi olmayacak şekilde düzenlenmesi izleyen dönemde reel sektörün Sukuk ihraçlarının önünün açılması bakımından önem arz etmektedir. Bu nedenledir ki konsolidasyon probleminden dolayı dayanak varlıklar ve hakların VKŞ'ye gerçek satışla devrinin yapıldığı sahipliğe dayalı sukuk yapıları tercih edilmemektedir.

5-VKŞ'lerin bu ihraçlarda aldığı ücretlerin, kurucunun kar/zarar hesabındaki yeri ve önemi hakkındaki değerlendirmeleriniz nelerdir?

VKŞ'ler, kurucusunun ihraçlarında komisyon ya da ücret talep etmediği için gelir elde etmiyorlar; ancak 3. kişi sukuk ihraçlarında gelir elde ediyorlar. Zira

burada aracı kurum gibi hareket etmektediler. VKŞ'nin bu işlemlerde elde ettiği gelirler konsolide olunduğu için kurucunun da karı olarak kaydedilecektir. Bu açıdan karlı bir iştiraktir diyebiliriz.

6- Sukuk ihraçlarında kurumsal ya da bireysel yatırımcılar, SPV'nin niteliği, finansal ve hukuki yapısını incelemekte midir? Yoksa sadece kaynak kuruluşun kredibilitesi mi araştırılmakta ve yeterli bulunmaktadır? Özellikle nitelikli yatırımcılara SPV ile ilgili bilgi verilme ihtiyacı doğmakta mıdır? Yatırımcıları, dayanak varlıklar ve bunların ikame edilmelerine ilişkin bilgiler hangi yöntemlerle hangi sıklıklar verilmektedir? Bu bilgilendirmenin yeterliliği hususundaki değerlendirmeleriniz nelerdir?

Yatırımcılar sukuk yapısından ziyade fon kullanıcısının kredibilitesine bakmaktadırlar. VKŞ'nin kurucuları genel olarak bankalar olduğu için verilen güvenden dolayı yatırımcılar VKŞ'nin finansal ve hukuki yapısını incelememektedirler. Finansal verileri çok iyi olmayan ve riskli sektörlerde faaliyet gösteren firmaların ihraç ettiği sukuklarda kullanılan dayanak varlıkların niteliği daha çok sorulmaktadır. Bu tarz durumlarda bazı yatırımcılar söz konusu dayanak varlıkları inceleyebilmekte ve sorgulamaktadır. Yatırımcılar eğer bir risk görürse, firmadan ilave teminat talep edebilmektedirler.

Görüşmeci - 2
Genel Sorular
1-Varlık kiralama şirketlerinin mevcut yapısını, kira sertifikası ihraçları açısından nasıl değerlendirirsiniz? Bu kapsamda mevcut yapının aksayan ya da tadili gereken unsurları var mıdır?

Anonim şirket yapısının getirdiği önemli sıkıntılar bulunmaktadır. Bu yapı, uygulayıcılar, denetçiler, yatırımcılar ve düzenleyiciler tarafında, bunları nasıl konumlayacağımız konusunda sorunlara yol açabilmektedir. VKŞ'ler aslında kendisine ait personeli olmadığı, tek faaliyet alanı ve geliri sukuk ihracından geldiği halde normal bir anonim şirket gibi görülüyor ve bu şekilde hareket etmesi isteniyor. Örneğin KVK ya da BDDK'nın banka iştiraklerine dair alt düzenlemelerine VKŞ'ler de tabi olacak mı tereddüdü her zaman ortaya çıkıyor ve sonuçta tüm bu düzenlemelere tabi olmamız isteniyor. İhraçlarda VKŞ'nin herhangi bir sorumluluğu yok diyoruz ama ihracı bizzat yaptığı için burada doğacak sorunlardan nasıl etkileneceği konusunda bir netlik bulunmuyor. Bu da özellikle bankalar tarafından kurulan VKŞ'lerin, 3. Kişi ihraçlarında daha temkinli olmasına yol açıyor. Zira yukarıda bahsedilen sorumluluk belirsizliği ihraç iştahını azaltıyor. Bankanın bu ihraçtan doğan ödemelerden

sorumlu olup olmayacağına dair mevzuat düzenlemesinin belirsizliği bir sorun oluşturmaktadır.

Anonim şirket yapısının bir sorunu da özellikle sahipliğe dayalı (varlık devri temelli) ihraçlarda ortaya çıkacaktır. Zira anonim şirket şeklindeki bir VKŞ'nin birden fazla sahipliğe dayalı ihraç yapması halinde hangi varlığın hangi ihraca ait olduğunun belirlenmesi de bir sorun olabilecektir.

Ancak her ihraç için ayrı VKŞ kurulması da problem olacaktır. Zira VKŞ kurmak da kolay bir süreç değildir. BDDK ve SPK onayı, fizibilete raporları gibi prosedürler nedeniyle esasen zor bir süreçtir. Yine kuruluştan itibaren 1 yıl içinde ihraç zorunluluğu da bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu süre içerisinde ihraç yapılamazsa anonim şirketin tasfiye edilmesi ve baştan yeni bir şirket kurulması gerekiyor. Dolayısıyla her ihraç için anonim şirket kurmak çok daha zor bir süreçtir. Yurtdışında ihraçlar için ayrı SPV'ler kurulmasının nedeni aslında bu kuruluş sürecinin nispeten daha kolay olmasıdır.

2-Ülkemizde sukuk ihraçları artık neredeyse tamamen yönetim ve vekâlet gibi asset based yapılara dayanmaktadır. Bu tercihin nedenleri nelerdir?

Bunun önemli bir nedeni; varlıkların devir süreçlerinin zorluğudur. Taşınmaz devirlerinde emlak vergisinin kime ait olacağına dair belirsizlikler ve operasyonel (devir işlem ve masrafları) zorluklarda bunda bir etkendir. Özellikle 3. kişi ihraçlarında, pazarlama yapılan şirketler bu operasyonel zorluklar nedeniyle işleme sıcak bakmamaktadırlar. Daha önemlisi varlığın bilançodan çıkması bilançonun küçülmesine neden olacağından firmalar bu yöntemi tercih etmemektedir. Ayrıca firmalar, değerli varlıklarını hiç tanımadığı bir VKŞ'ye devretmeyi güvenli de bulmamaktadır.

3-Bu tercihte varlık kiralama şirketlerinin, ihraçtan finansman sağlayacak olan fon kullanıcı tarafından kurulmuş olmasının bir etkisi var mıdır?

VKŞ'lerin banka iştiraki olması aslında yatırımcılar açısından güvenli bir durumdur zira bu sayede ihraçların arkasında bankalar yer almış olmaktadır.

4-Bu kapsamda Sukuk ihracında görevli özel amaçlı kurumların fon yapısında teşkilatlanması ya da vakıflar tarafından kurulması gibi farklı bir yapıya kavuşturulması hususunda değerlendirmeleriniz nelerdir?

Yukarıda ifade ettiğim üzere varlık kiralama şirketlerinin bankalar tarafından kurulması yatırımcı nezdinde bir güven unsuru olabilmektedir. Banka iştiraki olduğu için tamamen ayırmak mümkün olmasa da banka ile VKŞ'nin

sorumluluklarının ayrıştırılması gerekir. Biz de bunu çok sorguladık, özellikle 3. Kişi ihraçlarında bankanın sorumlu tutulmasının mümkün olup olmadığına dair incelemeler yaptık. Bu konu 3. Kişi ihraçlarına girip girmeme kararımızda önemli bir noktaydı. Bizim görüştüğümüz hukukçular olası negatif bir durumda, VKŞ ile birlikte kurucu bankanın sorumluluğuna gidilemeyeceğini net olarak söyleyememiştir. Bunun da nedeni mevcut yapıda bankanın, VKŞ'nin %100 sahibi olmasıdır. Aslında VKŞ'nin sorumluluğu da net olmadığından bankanın durumu da belirsiz oluyor. Burada VKŞ'yi banka iştiraki bir anonim şirket olarak kurduğumuz için de bu sorumluluk ayrıştırılamamaktadır. Bu konuda belki farklı hukuki düzenlemeler yapılarak bu konu netleştirilebilir.

VKŞ'leri tamamen bankalar dışına çıkarmak, sisteme güven sorunu ortaya çıkarabilir mi konusunu da değerlendirmek gerekir. Zira banka VKŞ'leri şirket ihracı yaparken önce kurucu bankanın fon tahsis birimleri şirketleri inceliyor ve ihraca uygunluk değerlendirmesi yapıyor. Bankalar bu konuda en yetkin kurumlar olduğundan, bu inceleme yatırımcılar açısından da önemli bir koruma sağlayacaktır.

Örneğin özel sektör firmalarının fon kullanıcı olduğu ihraçlarda, firmanın temerrüdü halinde bankalar kendi itibarını korumak için banka VKŞ'sinin kira sertifikasının temerrüde düştüğü şeklinde bir durum oluşmaması amacıyla bankaların ilgili ihraç firmasını bu borcunu ödemesi için finanse edeceğini düşünmekteyim. Her ne kadar Banka'nın böyle bir zorunluluğu olmadığı değerlendirilse de başka sermaye piyasası aracı ihraçlarında böyle olduğunu bilmekteyiz. Örneğin köprü kredisi gibi yöntemlerle bankalar bu ödemeleri finanse etmişlerdir. Zira banka kredisinde yeniden yapılandırma, teminata başvurma gibi yöntemlerle tahsilat yapılabilir ancak bir sermaye piyasası ürününün temerrüde düşmesi göze alınmayacaktır. Uluslararası borçlanmalarda bu daha büyük bir kriz olacağından, buna müsaade edilmeyecektir.

Merkezi VKŞ'nin de zor olacağı kanaatindeyim. Bankalar, varlıklarını paylaşmaktan kaçınabilir; yine tek VKŞ içinde birden fazla banka ihracının varlıklarını nasıl ayıracağız sorusu karşımıza çıkacaktır. Ayrıca merkezi VKŞ'nin ihraç taleplerini bankalar arasında nasıl paylaştıracağı da bir çıkar çatışması olarak karşımıza çıkabilir. Gelen başvurulardan hangisi önce gerçekleşecek, hangi bankanın başvurusu önce yapılacak nasıl takip edilecek soruları ortaya çıkabilecektir. Bu süreçleri merkezden yönetmek de zor, bunun için önemli bir çalışan sayısına ihtiyaç olur. Tüm faturalar VKŞ adına kesildiği için bunların takip ve dağıtımı da bir sorun olacaktır.

Burada birden fazla ihraç yapıldığında hangi varlığı hangi ihraca ait olacağının belirlenmesi açısından farklı SPV yapıları faydalı olacaktır. Anonim şirket yapısında bu ayrımın yapılamaması önemli bir konu olarak karşımıza

çıkmaktadır. Ancak varlıkların VKŞ'ye devri şeklinde yapılmayan ihraçlar açısından bu varlıkların takip ve kontrolü VKŞ için zor olacaktır zira bunlar fon kullanıcının kayıtlarında izlenmek zorunda kalınacaktır.

5-Sukuk ihraçları, kendisinden beklenen faydaları sağlamakta mıdır? Bu faydaların elde edilmesine engel olabilecek hukuki ya da fiili durumlar olduğunu düşünür müsünüz?

İhraçlar katılım bankaları açısından beklenen faydayı sağlamıştır. Özellikle alternatif bir fon toplama yöntemi olarak önemli bir fonksiyon icra etmiştir. Anonim şirket yapısı şu anda banka açısından çok büyük bir sorun oluşturmuyor, zaten yapıya da alışılmıştır. 3. Taraf ihraçlar açısından ise çok yoğun kullanım bulunmuyor. Burada daha fazla yol alınması gerekiyor. Anonim şirket yapısının tam olarak bilinmemesinden dolayı uzak durma oluşuyor. Fon kullanıcıları yapıyı çok iyi tanımadığından ve çok iş yükü olduğundan ihraçlara uzak kalabiliyorlar. Kredi kullanmak daha cazip geliyor şirketlere. Bunları daha fazla tanıtarak canlanma sağlanabilecektir.

Varlık Kiralama Şirketi Yöneticilerine Özel Sorular

1-VKŞ yöneticileri uygulamada ihraç işlemlerinin operasyonuyla ne kadar ilgilenebilmektedir? İhraca ilişkin dokümantasyonun hazırlanması, SPK, BİST müracaatlarını VKŞ adına kimler yapmaktadır? VKŞ yöneticileri, bu faaliyetleri için ücret almakta mıdır? VKŞ açısından yönetici ücretleri önemli bir maliyet midir?

VKŞ yönetimi banka yöneticilerinden oluşmaktadır. Yönetim kurulu ise ihraca dair işlemlere imza atacak yetkililerin belirlenmesi amacıyla tesis edilmiş oluyor. Yönetim kurulunun fonksiyonu ihraca dair kararların alınması ve belgelerin imza edilmesi şeklinde karşımıza çıkmaktadır. Bu üyelerin tamamı ihraç süreçlerine dair operasyonel işlemleri gerçekleştirmemektedir. İhraç işlemlerinde VKŞ'de yer almayan banka birimleri ve çalışanları da görev almaktadır. Şubeler ve GM birimleri de bu işlemlere katılmaktadır.

2-Uygulamada VKŞ yönetimine bağımsız üye seçiminde hangi kriterler uygulanmaktadır? Bağımsız üyeler kurucudan gerçekten de bağımsız olabilmekte midir?

Biz ilk VKŞ'yi kurduğumuzda banka dışından seçimler yapmıştık. Ancak diğer VKŞ uygulamalarına ve mevzuata baktığımızda, banka içinden de olsa banka yönetiminde ve VKŞ işlemlerinde yer almayan çalışanların da seçilebileceğini tespit ettik. Bundan sonra banka içinden seçmeye başladık. Dışarıdan seçilmemesinin bir nedeni YK karar süreçlerinde bu kişiye erişim zorluğu ve süreçlerin uzamasıdır. Bu kişilerin bağımsız olup olmadığı konusuna dair bir

şey söylemek zordur. Burada alınacak kararın yatırımcıların haklarını haleldar edip etmediğine dair değerlendirme yapabilecek bağımsız üyeler bulmak da zor olur, zira konuyu bilmeyebilir. Bu açıdan banka ile organik bağı olmasın demek yeterli olmaz ayrıca konuyu da bilecek bir üye seçimi daha doğru olur. Sermaye piyasası tarafını bilen yönetici sayısının az olması da bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır.

3-Sukuk ihracına ilişkin mevzuatta ihraçları olumsuz etkileyen ya da iyileştirilmesi gerektiğini düşündüğünüz düzenlemeler bulunmakta mıdır?

Anonim şirket yapısında, birden fazla ihraç yapıldığında, bu ihraçlara dayanak varlıkların ayrıştırılmasının, takip ve kontrolünün zorluğu; sadece sukuk ihracı için oluşturulan bir yapının normal bir anonim şirket gibi yönetilmesi, varlıkların devir ve iadelerine ilişkin usuli işlemlerin zor ve uzun sürmesi gibi konularda düzenlemeler yapılabilir.

4-Dayanak varlık ve hakların VKŞ'ye gerçek satışla devri, kurucunun finansal tablolarını nasıl etkilemektedir? Bu etkinin ihraç türleri ve dayanak varlıkların devri usulüne etkileri hakkındaki değerlendirmeleriniz nelerdir?

Bu devirler ihraca dayalı olduğundan bunların bankaya intikal etmemesi gerekeceği düşüncesindeyim. Bildiğim kadarıyla da konsolide olmaması gerekir.

5-VKŞ'lerin bu ihraçlarda aldığı ücretlerin, kurucunun kar/zarar hesabındaki yeri ve önemi hakkındaki değerlendirmeleriniz nelerdir?

Bankanın kendi ihracında VKŞ açısından bir kâr/getiri olmayacaktır. Şirket ihraçları açısından, piyasada çok fazla ihraç ve VKŞ bulunmuyor. Bu dönemde biraz artış var ancak bu sayı çok sınırlı halen. Bu da rekabetin yüksek olmasına yol açıyor. Bu nedenle de çok karlı işlemler olduğunu söylemek mümkün olamamaktadır. VKŞ'nin sabit giderleri çok fazla, örneğin bağımsız denetim ücretleri çok yüksek. Kira, Kap, MKK üyeliği gibi çok fazla sabit gider bulunuyor. Bu açıdan çok karlı denemeyeceği kanaatindeyim.

6-Sukuk ihraçlarında kurumsal ya da bireysel yatırımcılar, SPV'nin niteliği, finansal ve hukuki yapısını incelemekte midir? Yoksa sadece kaynak kuruluşun kredibilitesi mi araştırılmakta ve yeterli bulunmaktadır? Özellikle nitelikli yatırımcılara SPV ile ilgili bilgi verilme ihtiyacı doğmakta mıdır? Yatırımcıları, dayanak varlıklar ve bunların ikame edilmelerine ilişkin bilgiler hangi yöntemlerle hangi sıklıklar verilmektedir? Bu bilgilendirmenin yeterliliği hususundaki değerlendirmeleriniz nelerdir?

Yatırımcılar VKŞ'nin yapısını incelemekten ziyade fon kullanıcısının kredibilitesine bakmaktadır. Özellikle kurumsal yatırımcılar bu şekilde

davranmaktadır. Bireysel yatırımcılar ise çoğunlukla banka ve getiriye bakarak karar veriyor. Zira biresyel yatırımcıların genelinin bu kabiliyet ve olanağı bulunmamaktadır. İhracın vadesi süresince yatırımcılara varlıklarla ilgili ayrı bilgilendirme yapılmamaktadır. Vadede varlık değişimi olduğunda bunu SPK'ya bildiriyoruz yoksa yatırımcıya ayrı bilgilendirme yapılmamaktadır.

Görüşmeci – 3
Genel Sorular
1-Varlık kiralama şirketlerinin mevcut yapısını, kira sertifikası ihraçları açısından nasıl değerlendirirsiniz? Bu kapsamda mevcut yapının aksayan ya da tadili gereken unsurları var mıdır?

VKŞ'lerin ana fonksiyonu, ihraca konu varlıkların raporlanması ve izlenmesidir. VKŞ'lerin mevcut yapısının bu ana amacın gerçekleştirilmesine engel olmadığını değerlendiriyorum. Ancak VKŞ'lerin sınırlı işlem amacına rağmen anonim şirket olarak kurulması, bu şirketin daha yoğun takibini genel kurul gibi prosedürlerin yürütülmesini gerektirmektedir. Bu açıdan da kanaatimce bu tür bir şirketin, kurucusuna belirli bir getiri sağlaması, buna yönelik bir organizasyonu olması uygun olacaktır. Bankaların yurtdışında kurduğu özel amaçlı kurumlar (SPV'ler) açısından ise bu kurumların Türkiye'de kurulabilmesinin gerektiğini düşünmekteyim.

Bu kapsamda VKŞ ile kurucu arasındaki bağlı ortaklık ilişkisi de bizim uluslararası ihraçlarımızda bir sorun olarak karşımıza çıkmamıştır. Bu ihraçlar offshore bölgelerdeki SPV'ler aracılığıyla gerçekleşmektedir.

2-Ülkemizde sukuk ihraçları artık neredeyse tamamen yönetim ve vekâlet gibi asset based yapılara dayanmaktadır. Bu tercihin nedenleri nelerdir?

Bunun temel nedenlerinden biri sukûk yoluyla finansman temin etmek isteyen fon kullanıcıların, bilançolarındaki değerli varlıklarını devrederek bilançolarını küçültmek istememeleri, diğer tarafların da suni şekilde bilançolarını büyütmeyi tercih etmemesidir. Sukûk ihraçları da kısa vadeli olduğu için her ihraçta devir prosedürlerinin takibi de oldukça zor olmaktadır.

3-Bu tercihte varlık kiralama şirketlerinin, ihraçtan finansman sağlayacak olan fon kullanıcı tarafından kurulmuş olmasının bir etkisi var mıdır?

Olmadığını değerlendirmekteyim.

4-Bu kapsamda Sukuk ihracında görevli özel amaçlı kurumların fon yapısında teşkilatlanması ya da vakıflar tarafından kurulması gibi farklı bir yapıya kavuşturulması hususunda değerlendirmeleriniz nelerdir?

VKŞ'nin ana amacı aslında bir sukûk ihracının gerçekleştirilmesine ve varlıkların yönetilmesine aracılık edilmesidir. Ülkemizde ise bu tür aracılık işlemlerini

yapmak üzere ihdas edilmiş menkul kıymet aracı kuruluşları bulunmaktadır. Sukûk ihraçları da işbu aracı kuruluşlar eliyle gerçekleştirilebilecektir. Özellikle geniş yetkili aracı kuruluşlar bu fonksiyonu icra edebilecektir. Bu sayede ihracın gerçekleştirilmesi, kaydedilmesi ve izlenmesi aşamalarına kaynak kuruluşun müdahil olmadığı bir yapı kurulmuş olabilecektir. Burada varlıkların yönetimi de ayrıldığında, örneğin aynı varlıkların aynı anda birden fazla ihraca konu edilmesi gibi sorunları ortadan kaldırmış olabilir. Bu anlamda bir bağımsızlık ihtiyacı oluşabileceği kabul edilebilir.

Burada VKŞ'nin yapısı nedeniyle bu kurumlar ile kaynak kuruluş ya da yatırımcılar arasında bir çıkar çatışması oluşmayacağı kanaatindeyim. Zira işlemin dayanağı olan varlıklar baştan belirli olduğu için ihracın, kaynak kuruluşun bir iştiraki tarafından yapılmasının bir sorun oluşturmaması gerektiğini düşünmekteyim. Teknik olarak bu tür bir çatışma mümkün görünse de uygulamada bunun oluşmasının kolay olmayacağı kanaatindeyim. Zaten finansal sektörde bankalar artık finansal holdingler haline geldiğinden, pratikte bahse konu çıkar çatışmalarını VKŞ'leri bankalardan ayırarak çözmek mümkün görünmemektedir.

5-Sukuk ihraçları, kendisinden beklenen faydaları sağlamakta mıdır? Bu faydaların elde edilmesine engel olabilecek hukuki ya da fiili durumlar olduğunu düşünür müsünüz?

Yatırımcılar açısından, beklenen faydanın sağlanamadığı anlaşılmaktadır zira dünyada da ülkemizde de sukûk getirileri, tahvil bono getirilerinden daha düşük kalmaktadır. Bunun nedeni de esasen İslami finansa uygun getiri arayanlar daha fazla olmasına rağmen bu tür getiri sağlayabilecek assetlerin daha az olmasıdır. Buradan da halen daha fazla ihraca ihtiyaç olduğu anlaşılmaktadır. Buradaki arz eksiğini gidermek için ihraç yapılarının daha basit ve kolay uygulanabilir olmalıdır. Oysa tahvil/bono ihraçlarıyla karşılaştırıldığında sukûk ihraçları daha fazla operasyon gerektirdiğinden bu alan talep yeterli seviyeye ulaşmamaktadır. Yine sukûk ihraçlarına ilişkin çeşitli teşvikler düşünülebilecektir. Örneğin emeklilik fonlarına belirli oranda sukûk yatırımları yapma zorunlulukları getirilmesi ya da vergi düzenlemelerinde yapılacak değişiklikler değerlendirilmelidir.

Burada sukûk ihraçlarının reel ekonomik faaliyetler olması, bu anlamda dayanak varlıkların finansal performansına bağlı getirilerin paylaştırılmasına dayalı işlemler yapılması amacının gerçekleşebilmesi için mevzuat düzenlemeleriyle gerçekten varlığa dayalı ihraçların desteklenmesi, hatta SPK'nın da bu konuda denetim yapmasının uygun olacağını değerlendirmekteyiz.

Varlık Kiralama Şirketi Yöneticilerine Özel Sorular

1-VKŞ yöneticileri uygulamada ihraç işlemlerinin operasyonuyla ne kadar ilgilenebilmektedir? İhraca ilişkin dokümantasyonun hazırlanması, SPK, BİST müracaatlarını VKŞ adına kimler yapmaktadır? VKŞ yöneticileri, bu faaliyetleri için ücret almakta mıdır? VKŞ açısından yönetici ücretleri önemli bir maliyet midir?

Bizim VKŞ'mizin ihraç operasyonları ile genel kurul gibi usuli işlemlerini kurucu bankanın ilgili birimlerince yürütülmektedir. Ancak şirketin ihraca ilişkin SPK başvuruları gibi evrakı VKŞ'nin yönetim kurulu üyelerince imzalanmakta ve kontrol edilmektedir. İhraca dayanak varlıkları ve bunların nerede kullanıldığına dair kontrol de yönetim kurulu tarafından yapılmaktadır.

2-Uygulamada VKŞ yönetimine bağımsız üye seçiminde hangi kriterler uygulanmaktadır? Bağımsız üyeler kurucudan gerçekten de bağımsız olabilmekte midir?

Bizim VKŞ açısından, kurucu banka ile geçmiş dönemde bir süre görev almışsa da hali hazırda bankada görevli olmayan bağımsız üyeler söz konusudur. Bizim uygulamamızda bugüne kadar bağımsız üyenin itirazını gerektirecek bir işlem olmadığı için de bu üyenin şerh koyduğu bir yönetim kurulu kararı olmamıştır.

3-Sukuk ihracına ilişkin mevzuatta ihraçları olumsuz etkileyen ya da iyileştirilmesi gerektiğini düşündüğünüz düzenlemeler bulunmakta mıdır?

Değerlendirmem bulunmamaktadır.

4-Dayanak varlık ve hakların VKŞ'ye gerçek satışla devri, kurucunun finansal tablolarını nasıl etkilemektedir? Bu etkinin ihraç türleri ve dayanak varlıkların devri usulüne etkileri hakkındaki değerlendirmeleriniz nelerdir?

Evet, VKŞ'ler bilançolarını bu devirlerle büyütmek istemediğinden, sahipliğe dayalı ihraçlar gerçekleştirilmemektedir. Burada VKŞ'ler bir trust ya da yedieminlik yapan bir kuruluş olarak görülmeli ve bu varlıklar bilançoda aktif olarak kaydetmemelidir. Aracı kurumların saklama yaptığı hisse senetlerini aktif büyüklüğünde göstermemesinde olduğu gibi VKŞ'ler de yönetmek üzere aldığı varlıkları aynı şekilde aktiflerine kaydetmemelidir.

5-VKŞ'lerin bu ihraçlarda aldığı ücretlerin, kurucunun kar/zarar hesabındaki yeri ve önemi hakkındaki değerlendirmeleriniz nelerdir?

Bu gelirlerin çok önemli bir yeri olmadığı kanaatindeyim.

6- Sukuk ihraçlarında kurumsal ya da bireysel yatırımcılar, SPV'nin niteliği, finansal ve hukuki yapısını incelemekte midir? Yoksa sadece kaynak kuruluşun kredibilitesi mi araştırılmakta ve yeterli bulunmaktadır? Özellikle nitelikli yatırımcılara SPV ile ilgili bilgi verilme ihtiyacı doğmakta mıdır? Yatırımcıları, dayanak varlıklar ve bunların ikame edilmelerine ilişkin bilgiler hangi yöntemlerle hangi sıklıklar verilmektedir? Bu bilgilendirmenin yeterliliği hususundaki değerlendirmeleriniz nelerdir?

Biz kendi ihraçlarımızda bu konuya çok önem veriyoruz ve somut varlıklar olmadan ihraç gerçekleştirmeyi tercih etmiyoruz. İhraçlarımızda zaman zaman dayanak varlıklar hakkında bilgi isteyen yatırımcılar olmaktadır. Ancak burada ülkemizdeki nitelikli yatırımcıların da sukûk konusunda yeterli finansal okuryazarlığı olmadığı bilinmektedir.

Görüşmeci – 4
Genel Sorular
1-Varlık kiralama şirketlerinin mevcut yapısını, kira sertifikası ihraçları açısından nasıl değerlendirirsiniz? Bu kapsamda mevcut yapının aksayan ya da tadili gereken unsurları var mıdır?

Katılım bankalarının her birinin kendi VKŞ'si olması gerektiğini düşünüyorum. Tek ya da bağımsız VKŞ'ler ideal olarak güzel görünebilir ancak ben bir uygulamacı olarak bunun pratikte çok zor olacağı kanaatindeyim. Örneğin tek bir VKŞ üzerinden bütün ihraçları yapmaya çalışmak çok fazla zaman alacak bir operasyon olacaktır. Biz her yıl 60-80 ihraç yapacağız, haftada neredeyse 1-2 ihraç yapılacağından bu ihraçların bankalarca kendi VKŞ'leri tarafından yapılması en hızlı yöntem olacaktır. Zaten bu VKŞ'lerin bağımsız yönetim kurulu üyeleri var ve bunlar denetime tabi şirketler, dolayısıyla ben her kurumun kendi VKŞ'si olması gerektiği kanaatindeyim. Anonim şirket yapısında da bir sorun olmayacağını değerlendirmekteyim. Bu yapıda, KAP'ta yapılan ihraçlarla ilgili açıklamalar yapılmak zorunda olduğundan bu yapının şeffaflık sağladığı ve uygulamasının çok da zor olmadığı kanaatindeyim.

2-Ülkemizde sukuk ihraçları artık neredeyse tamamen yönetim ve vekâlet gibi asset based yapılara dayanmaktadır. Bu tercihin nedenleri nelerdir?

Asset backed yapının muhasebesel etkileri hakkında net bilgim bulunmamaktadır. Asset based yapılarının artmasının nedeni ise şirket sukukları açısından, şirketler asset backed yapılarını tercih etmiyorlar. Zira büyük şirketler, bilançolarındaki varlıkları VKŞ'ye devretmek istemiyorlar. Bunun yerine inançlı mülkiyet esasına dayalı yönetim sözleşmesine dayalı yapıları talep ediyorlar.

Bankalar tarafında ise sahipliğe dayalı yapıya dayalı çok sayıda sukuk için yeterli varlık bulunmaması ana nedendir. İkinci neden ise devir işlemlerinin çok zaman alması ve prosedürlerin zorluklarıdır.

3-Bu tercihte varlık kiralama şirketlerinin, ihraçtan finansman sağlayacak olan fon kullanıcı tarafından kurulmuş olmasının bir etkisi var mıdır?

Değerlendirmem bulunmamaktadır.

4-Bu kapsamda Sukuk ihracında görevli özel amaçlı kurumların fon yapısında teşkilatlanması ya da vakıflar tarafından kurulması gibi farklı bir yapıya kavuşturulması hususunda değerlendirmeleriniz nelerdir?

Tamamen bağımsız VKŞ konusunu icazet boyutunda değerlendirmek isterim. Mevcut yapıda, aynı kişilerin hem kurucu banka hem de VKŞ'de yetkili olması danışma komitelerinin de hoşnut olmadığı bir konudur; zira komiteler bu yapıda işlemin iki tarafının da aynı olduğunu oysa burada yöneticilerin ayrılması suretiyle bu durumun düzeltilmesini önermektedirler.

Ben de bankaların kendi VKŞ'leri olmalı ancak VKŞ yöneticilerinin kurucudan tamamen bağımsız olması gerektiği kanaatindeyim. Diğer ifadeyle VKŞ'nin yöneticilerinin tamamen banka dışından seçilmesi gerektiği kanaatindeyim. Zaten bizim yurtdışı ihraçlarımızda da aslında bu yapı kullanılıyor. Banka dışından yönetim kurulu üyeleri seçilerek danışma komitelerinin eleştirileri de önlenmiş olabilir kanaatindeyim.

VKŞ yöneticileri ile kurucu banka yöneticilerinin aynı kişiler olması yatırımcılarla banka arasında bir çıkar çatışmasına neden olabilecektir. VKŞ aslında yatırımcıların temsilcisidir, yatırımcılardan parayı toplayıp varlık satın almaktadır. Burada yatırımcının menfaati, varlık getirisinin en üst seviyede olmasıdır. İşte bağımsız yöneticiler olması bu süreçlerin daha sağlıklı olmasını sağlayabilir. Dolayısıyla anonim şirket yapısının değiştirmek gerekmez ancak bu yapının yönetim kısmını düzeltmek uygun olur.

5-Sukuk ihraçları, kendisinden beklenen faydaları sağlamakta mıdır? Bu faydaların elde edilmesine engel olabilecek hukuki ya da fiili durumlar olduğunu düşünür müsünüz?

Sukukun yatırımcısına istenen getiriyi sağladığını düşünüyorum. Zira sukuk öncesinde sabit getirili bir menkul kıymet ihracı yoktu, sukuk sayesinde sabit getiri üzerinden borçlanma imkanı oluşmuştur. Yine artan fonlarla beraber bireysel yatırımcı faizsiz getiri elde edebileceği bir enstrüman haline gelmiştir. Sukuklar aktif pasif yönetiminde likidite yönetiminde de çok faydalı bir

araçtır. Örneğin bankalar likidite fazlası varsa Hazine sukuku alınarak bunlar değerlendirilebilmektedir.

Özellikle değişken getirili sukuk ihraçlarının yapılabildiği ürün çeşitliliğinin geliştirilmesi gerektiğini ve yine SPK tarafından süreçlerin dijitalleşmesi ve hızlanmasının da faydalı olacağını düşünmekteyim.

Varlık Kiralama Şirketi Yöneticilerine Özel Sorular
1-VKŞ yöneticileri uygulamada ihraç işlemlerinin operasyonuyla ne kadar ilgilenebilmektedir? İhraca ilişkin dokümantasyonun hazırlanması, SPK, BİST müracaatlarını VKŞ adına kimler yapmaktadır? VKŞ yöneticileri, bu faaliyetleri için ücret almakta mıdır? VKŞ açısından yönetici ücretleri önemli bir maliyet midir?

VKŞ'nin ihraç operasyonları, kurucu bankanın ilgili birimleri tarafından yürütülmektedir. Bizim bankamızdaki uygulamada ise bu birimlerde çalışanlara VKŞ tarafından vekalet verilmekte ve işlemler (MKK; BİST; Takasbank gibi kuruluşlarla işlemler) bu vekalete göre yürütülmektedir. Bizim uygulamamızda VKŞ'miz banka sukuklarını yaptığı için önemli kar elde etmiyor. Ancak 3. Kişi ihraçlarında bir gelir elde edilebilir.

2-Uygulamada VKŞ yönetimine bağımsız üye seçiminde hangi kriterler uygulanmaktadır? Bağımsız üyeler kurucudan gerçekten de bağımsız olabilmekte midir?

Bizim uygulamamızda bağımsız üyemiz tamamen banka dışından biridir. Bu kişiler geçmişte banka ile teması olmuş ancak şu anda banka ile organik bağı olmayan kişilerdir. Bunlar icracı üye değildir, bu nedenle ihraca dayalı sözleşmelerde bu üyelerin imzasını almıyoruz ancak önemli YK kararlarında bu üyelerin imzası alınıyor. Bu kişilerin bankadan bağımsız hareket edeceğini ve yatırımcının menfaatini koruyabileceğini söyleyebilirim. Zira bunlar bankanın/kaynak kuruluşun bir çalışanı değildir, dışarıda kendi işlerini yürüten kişiler olduğundan olası bir çıkar çatışmasında bağımsız bir duruş sergileyebileceğini düşünüyorum.

3- Sukuk ihracına ilişkin mevzuatta ihraçları olumsuz etkileyen ya da iyileştirilmesi gerektiğini düşündüğünüz düzenlemeler bulunmakta mıdır?

Değerlendirmem bulunmamaktadır.

4- Dayanak varlık ve hakların VKŞ'ye gerçek satışla devri, kurucunun finansal tablolarını nasıl etkilemektedir? Bu etkinin ihraç türleri ve dayanak varlıkların devri usulüne etkileri hakkındaki değerlendirmeleriniz nelerdir?

Konunun muhasebesel etkileri hakkında fikrim bulunmamaktadır.

5-VKŞ'lerin bu ihraçlarda aldığı ücretlerin, kurucunun kar/zarar hesabındaki yeri ve önemi hakkındaki değerlendirmeleriniz nelerdir?

VKŞ'nin kaynak kuruluş dışında aracılık hizmeti verdiği işlemlerde kârlı işletmeler denebilir. Ancak bu getirinin, katılım bankaları açısından önemli sayılması için bir yıl içinde 4-5 ihraç yapabilmesi gerekir. Bankalar ancak bu tür bir iştiraki vazgeçilmez görebilir.

6- Sukuk ihraçlarında kurumsal ya da bireysel yatırımcılar, SPV'nin niteliği, finansal ve hukuki yapısını incelemekte midir? Yoksa sadece kaynak kuruluşun kredibilitesi mi araştırılmakta ve yeterli bulunmaktadır? Özellikle nitelikli yatırımcılara SPV ile ilgili bilgi verilme ihtiyacı doğmakta mıdır? Yatırımcıları, dayanak varlıklar ve bunların ikame edilmelerine ilişkin bilgiler hangi yöntemlerle hangi sıklıklar verilmektedir? Bu bilgilendirmenin yeterliliği hususundaki değerlendirmeleriniz nelerdir?

İhraç ve pazarlama süreçlerinde banka yetkili olduğundan, banka personeli müşterilerle temasa geçiyor. Bu süreçte ihracın sözleşmelerini, varlıklarını ya da fetvalarını görmek isteyen müşteriler oluyor. Ancak müşterinin burada dikkat ettiği kurum VKŞ değil banka oluyor. Şirket sukuklarında da banka sukuklarında da kaynak kuruluşun reputasyonuna bakılıyor. Kaynak kuruluşun güvenilirliğine göre değerlendirme yapılıyor, VKŞ'nin kim olduğuna önem verilmiyor.

Raporlama bizim bankamız açısından bu çok kritik bir süreç olarak görülüyor. Bizim uygulamamızda, bankanın fon kullanıcı olduğu işlemlerde tüm varlıklar banka tarafından her ihraç için ayrı izlenmektedir. Varlıkların ikamesi de dahil getiri üretim performansı ve sair tüm durumları ayrı ayrı takip edilmektedir.

Görüşmeci - 5

Genel Sorular

1-Varlık kiralama şirketlerinin mevcut yapısını, kira sertifikası ihraçları açısından nasıl değerlendirirsiniz? Bu kapsamda mevcut yapının aksayan ya da tadili gereken unsurları var mıdır?

Anonim şirket olarak kurulması konusunda çok fazla bilgi veremeyeceğim ancak benim tecrübeme göre VKŞ'ler şu ana kadar asimetrik bir sorun yaşamadılar. Herhangi bir temerrüt ya da temerrüde zorlama durumu yaşanmadı. Tebliğ çıkarken, SPV'nin yapılanmasında, uluslararası structured finance örneklerinde görüldüğü gibi fon kullanıcının temiz varlıklarının ayrılarak SPV'ye aktarılması ve SPV'nin iyi bir rating notu alması ve bunlara dayalı ihraçlar yapılmasının sağlanması amaçlanmış olmalıdır. Burada SPV kurulmasının bir amacı da varlık devri sağlanabilmesidir.

Burada bir sorun da yurtdışı ihraçlarda karşımıza çıktı. Bir VKŞ, bankanın kendi ihracının yaptıktan sonra aynı VKŞ yurtdışı ihraca çıkmak istediğinde, yurtdışındaki yatırımcılar bu iki ihracın dayanak varlıklarının nasıl ayrılacağını sorguladılar. Temerrüt olduğunda, ilk ihracın varlıkları/teminatlar yetmezse, sonraki ihracın varlıklarına müracaat edilebilir mi sorusunu sordular. Buna net bir cevap verilemedi. Burada tüm dayanak varlıklar anonim şirketin bilançosuna geldiğinden, her ne kadar ayrı takip ve muhasebeleştirme düzenlemesi olmasına rağmen, istenen netlik sağlanamadı. Bu da yurt dışı yatırımcının ikna olmamasına yol açmıştır. Bu nedenle katılım bankaları ikinci VKŞ'ler kurdular ve yurt dışı yatırımcılarını bu şekilde ikna etmek istediler. Buna göre bir VKŞ yurtdışı ihraç yaparken, diğer yurtiçinde şirket ihraçlarını yaptı. Ancak burada da şirket ihracının yapan VKŞ açısından, bu VKŞ'nin yatırımcıları aynı belirsizlikle karşılaşmış olmaktadır.

Yine 3. Kişi ihraçlarında temerrüt olduğunda, yatırımcının VKŞ'ye ya da kurucu bankaya müracaat etme hakkının ya da olanağının bulunup bulunmadığına dair hukuki belirsizlik nedeniyle, özel sektör ihraçlarına sınırlı olarak örneğin sadece fon kullanıcıların daha ziyade kamudan olması halinde aracılık edilebilmektedir.

2-Ülkemizde sukuk ihraçları artık neredeyse tamamen yönetim ve vekâlet gibi asset based yapılara dayanmaktadır. Bu tercihin nedenleri nelerdir?

İhracın özellikle sahipliğe dayalı türünde operasyonun uzun ve masraflı olması, ayrıca MKK, SPK ve gibi ilave masrafların bulunması firmaların asset backed ihraçlardan kaçınmasına neden olabiliyor. Özellikle projeye dayalı ihraçlarda nakit akışının başlangıcı belirsiz ve dalgalı olduğundan bunları kurgulamak ve yürütmek çok zor oluyor. Bu nedenle de eser ya da ortaklık türlerinin kullanılması pek mümkün olamıyor. Bunlar da ihracın farklı şekillerde yapılmasını sınırlamaktadır.

Piyasa beklentilerinin özellikle 3 ya da 6 aylık kısa vadeli ihraçlara yöneldiği zamanlarda da operasyonel külfeti nispeten daha fazla olan sahipliğe, ortaklığa ya da eser sözleşmesine dayalı ihraçlar yerine yönetime/vekâlete dayalı ihraçların daha pratik olduğu gözlemlenmektedir.

3-Bu tercihte varlık kiralama şirketlerinin, ihraçtan finansman sağlayacak olan fon kullanıcı tarafından kurulmuş olmasının bir etkisi var mıdır?

Olabilmektedir. Örneğin bizim yaşadığımız bir olayda sahipliğe dayalı ihraç kapsamında VKŞ'ye devredilen bir taşınmazın üzerinden TEDAŞ tarafından elektrik akım direkleri geçirilmişti. Firma, buna itiraz için TEDAŞ'a gittiğinde,

tapuda malik görünmediğinden talebi olumlu karşılanmadı. Bu nedenle de VKŞ'ye başvurmak zorunda kalındı. Yine örneğin araç filo devirlerinde, araçlar VKŞ adına geçerse olası bir kazada sorumluluk, vergi sorumluluğu gibi durumlara bakmak gerektiğinden ve bu sorumluluğun kurucu bankaya da sirayet edebileceği değerlendirildiğinden sahipliğe dayalı ihraçlar daha az tercih edilebilmektedir.

4-Bu kapsamda Sukuk ihracında görevli özel amaçlı kurumların fon yapısında teşkilatlanması ya da vakıflar tarafından kurulması gibi farklı bir yapıya kavuşturulması hususunda değerlendirmeleriniz nelerdir?

Bankanın kendi ihraçları için kendi VKŞ'si ile ihraç yapması bir esneklik, ama banka ihracını yapan VKŞ'nin başka firmalara da ihraç yapmasını tercih etmemekteyiz. Zira burada bir marka değeri var ve olası bir temerrütle bu değerin zarar görmesi istenmemektedir.

Konuyla ilgili yerli ve yabancı hukukçulardan aldığımız görüşlerde, VKŞ'nin önceki ihraçlarının, sonradan yapılacak kendi ihraçları için hukuki risk olacağı, VKŞ'nin temerrüde halinde kurucu bankanın da bundan etkileneceği yönünde kanaat bildirilmiştir. Yurtdışındaki yatırımcılar da sukuk kapsamında yapılacak getiri ödemesini bankanın riski olarak görmektedir.

Dolayısıyla olası bir fon yapısına yatırımcıların nasıl bakacağını incelemek gerekir. Özellikle yabancı yatırımcılar, bu işlemlerde bankaya limit çıkarmakta ve bunu münakale ile VKŞ'ye aktarmaktadır. Fon yapısının operasyon olarak daha hızlı olması mümkündür ve bu açıdan bir avantajdır. Ancak yabancı yatırımcının fona limit tahsis etmesi mümkün olur mu konusuna bakmak gerekir. Bunu anlatmak zor olabilir. Türkiye'deki yatırımcılar açısından ise bunun daha kolay anlatılabileceği kanaatindeyim.

5-Sukuk ihraçları, kendisinden beklenen faydaları sağlamakta mıdır? Bu faydaların elde edilmesine engel olabilecek hukuki ya da fiili durumlar olduğunu düşünür müsünüz?

Bankalar için çok önemli faydalar sağlamıştır. Özellikle katılım bankalarının likidite sorununun çözülmesi sukuk ihraçları sayesinde olmuştur. Katılım bankaları önceden fazladan likidite tutmak zorunda kalıyordu. Sukuk bu sorunun çözülmesini sağlamıştır. Bankalar bu sayede kolaylıkla borçlanabilmekte ve katılım finans fonları da bunları satın alabilmektedir.

Varlık Kiralama Şirketi Yöneticilerine Özel Sorular

1-VKŞ yöneticileri uygulamada ihraç işlemlerinin operasyonuyla ne kadar ilgilenebilmektedir? İhraca ilişkin dokümantasyonun hazırlanması, SPK, BİST müracaatlarını VKŞ adına kimler yapmaktadır? VKŞ yöneticileri, bu faaliyetleri için ücret almakta mıdır? VKŞ açısından yönetici ücretleri önemli bir maliyet midir?

Yönetim kurulu üyelerinin büyük bölümü ihraç operasyonlarıyla ilgilenmemektedir. Operasyonu banka genel müdürlük birimleri ve burada çalışanlar yürütmektedir. VKŞ yönetiminin sadece operasyonel işlemlerle ilgilenen üye sayısı bir ya da iki kişi olabilmekte ve ihracın doküman ve müracaat işlemleri büyük oranda banka çalışanlarınca yürütülmektedir.

2-Uygulamada VKŞ yönetimine bağımsız üye seçiminde hangi kriterler uygulanmaktadır? Bağımsız üyeler kurucudan gerçekten de bağımsız olabilmekte midir?

Biz SPK'nın Kurumsal Yönetim Tebliğine göre bağımsız üye belirmeye çalışmaktayız. Bu kapsamda biz de dışarıdan üye tayin ettik. Bu anlamda Kurumsal Yönetim Tebliği bakımından istenen şartları sağlıyorlar. Her karara da imza atmıyorlar ve katıldıkları toplantılarda da bağımsız hareket ettiklerini düşünmekteyim. Ancak Kurumsal Yönetim ve bağımsızlık Türkiye'de diğer şirketlerde de tam olarak sağlanmamakta olup bu açıdan VKŞ'şeler de de bunun fazlasını beklememek gerekir kanaatindeyim.

3-Sukuk ihracına ilişkin mevzuatta ihraçları olumsuz etkileyen ya da iyileştirilmesi gerektiğini düşündüğünüz düzenlemeler bulunmakta mıdır?

Sahipliğe dayalı ihraç yapılarının operasyonunun uzun ve masraflı olması ile temerrüt halinde varlık kiralama şirketi ya da kurucusu bankaya müracaat meselesi ihraçları olumsuz etkileyebilmektedir. Burada dijitalleşme ve prosedürün sadeleştirilmesi mümkün olabilir. SPK müracaatları online sistemler üzerinden yapılabilmesi önerilebilir.

4-Dayanak varlık ve hakların VKŞ'ye gerçek satışla devri, kurucunun finansal tablolarını nasıl etkilemektedir? Bu etkinin ihraç türleri ve dayanak varlıkların devri usulüne etkileri hakkındaki değerlendirmeleriniz nelerdir?

Benim kanaatimce VKŞ'nin üçüncü taraflar lehine gerçekleştirdikleri ihraçların banka ile konsolide edilmemesi gerekir.

5-VKŞ'lerin bu ihraçlarda aldığı ücretlerin, kurucunun kar/zarar hesabındaki yeri ve önemi hakkındaki değerlendirmeleriniz nelerdir?

VKŞ'ler aracı kurum kullanmadan, menkul kıymetleştirmeyi kendileri yaparlarsa, aracı kurum komisyonunu kendileri almak suretiyle önemli gelirler elde edebileceklerdir.

6- Sukuk ihraçlarında kurumsal ya da bireysel yatırımcılar, SPV'nin niteliği, finansal ve hukuki yapısını incelemekte midir? Yoksa sadece kaynak kuruluşun kredibilitesi mi araştırılmakta ve yeterli bulunmaktadır? Özellikle nitelikli yatırımcılara SPV ile ilgili bilgi verilme ihtiyacı doğmakta mıdır? Yatırımcıları, dayanak varlıklar ve bunların ikame edilmelerine ilişkin bilgiler hangi yöntemlerle hangi sıklıklar verilmektedir? Bu bilgilendirmenin yeterliliği hususundaki değerlendirmeleriniz nelerdir?

Yatırımcılar genel olarak VKŞ'yi değil kurucu bankaya limit tahsis ederek, kurucunun riskini alarak sukuk ihracına katılmaktadır. Burada anılan yatırımcıların özellikle dayanak varlıklara müracaat hakları ve temerrüt halinde alacaklarını nasıl tahsil edecekleri konusunu incelediklerini tecrübe etmiş bulunmaktayız.

B-Sukûk İhracında Görev Alan Hukukçular İle Yapılan Görüşmeler
Görüşmeci - 6

1-Varlık kiralama şirketlerinin mevcut yapısını, kira sertifikası ihraçları açısından nasıl değerlendirirsiniz? Bu kapsamda mevcut yapının aksayan ya da tadili gereken unsurları var mıdır?

VKŞ bir anonim şirket olarak kurulmaktaysa da aslında bir klasör şirket mahiyetindedir. Anonim şirket yapısı işleyişini sürdürüyor, ancak gelinen noktada sukûk ihraçları için özel amaçlı kurumların fon yapısında kurulmasının daha uygun olacağını düşünmekteyim. Anonim şirkette, defter tutma, genel kurul yapılması gibi zorunlu prosedürler bulunuyor, oysa bu şirket personeli olmayan, yönetim kurulu da aslında kurucunun atadığı kişilerden oluşan bir klasör şirket. Bu tür bir özel amaçlı kurum için anonim şirket gibi en gelişmiş şirket yapısının kullanılmasına gerek olmayacaktır. Yönetim kurulunun bürokratik gereklilikleri yerine getirme dışında bir fonksiyonu bulunmamaktadır. İhraç işlemleri zaten kurucunun personelince yürütülmektedir. Dolayısıyla SPV'nin yatırımcıya getirdiği fayda açısından, anonim şirket olmasının ilave bir faydası bulunmamaktadır. Şirket de yöneticileri de bağımsız değildir. Oysa fon yapısında ayrı bir portföy yönetim şirketi altında kurulan fonlar, yatırımcıların menfaatinin korunması açısından daha faydalı olacaktır. Zira burada ayrı bir yönetim ve yatırım komitesi olacak ve bunlar yatırımcı menfaatinin tesisini

daha çok sağlayabilecektir. Bu noktada fona geçişin, mevcut vergi düzenlemeleri açısından bir kontrol ve düzenleme gerekebilir.

VKŞ'ler mevcut durumda, kendisinden beklenen asıl fonksiyonu yerine getiremiyor. VKŞ hem fon kullanıcının hem de yatırımcının vekili gibi konumlanıyor. Aslında SPV kurulmasının ana nedeni dayanak varlıkları ve yatırımcıları korumaktır. Anonim şirket yapısı bu fonksiyonu yeterince sağlamıyor, amaca ve işin özüne hizmet etmiyor kanaatindeyim.

2-Ülkemizde sukuk ihraçları artık neredeyse tamamen yönetim ve vekâlet gibi asset based yapılara dayanmaktadır. Bu tercihin nedenleri nelerdir? Bu tercihte varlık kiralama şirketlerinin, ihraçtan finansman sağlayacak olan fon kullanıcı tarafından kurulmuş olmasının bir etkisi var mıdır?

Asset based yapılar kullanılmasının, anonim şirket ve konsolidasyondan kaynaklandığı kanaatindeyim. Zira aslında sahipliğe dayalı sukuklar, fon kullanıcının bilançosunun düzeltmesini sağlıyor. Ayrıca varlıklar yeniden değerlendiği için vergi avantajları da sağlamaktadır. Buna rağmen asset based yapılarının tercih edilmesinin nedenleri, daha basit ve hızlı olması, asset backed yapılar için yeterince varlık olmaması gibi etkenler sayılabilir.

3-VKŞ'lerin, kaynak kuruluş ya da fon kullanıcılardan tamamen bağımsız birer yapı olarak kurulması hakkında değerlendirmeleriniz nelerdir? Konuyu maliyet, varlıkların devri ve güven hususları açısından nasıl değerlendirirsiniz?

Günümüzde 3. Kişi sukukları özellikle bankalar tarafından artık bir kredi ürünü gibi kullanılmaktadır. Bu açıdan bankalar elindeki bu alternatif finansman ürününden vazgeçmek istemeyecektir. Zira bağımsız VKŞ'ler ayrı bir maliyet unsuru olacak ve kendi kazanacağı komisyondan da vazgeçmiş olacaktır. Zira bağımsız VKŞ, hukuki, mali hizmet alımları, sözleşme akdedilmesi vs maliyet unsurlarıdır. Yapılandırılmış finansmanlar olduğu için tahvillere göre daha maliyetli olabilecektir. Bu nedenlerle tamamen bağımsız SPV'ler uygulanabilir olmayacaktır. Ayrıca 3. Kişi ihraçları, kurucu bankalar için önemli bir gelir kalemidir. Bu nedenle de VKŞ'lerin bankalarda kalması tercih edilebilecektir.

Merkezi SPV de işlevsel olmayacaktır. Zira burada yukarıdakilere ilave olarak ticari sırların korunması sorunlarına da yol açacaktır.

Oysa fonlar üzerinden saklamacısı, yöneticisi ayrı olan yapılar kurulursa, kurucusu da bağımsız şirketler olduğu için, SPV'nin bağımsızlık fonksiyonu daha kolay sağlanmış olacaktır. Saklamacının da ayrı bir kurum olduğu bu yapıda varlıkların takip ve muhafazası ile yatırımcı menfaati de daha sıkı korunmuş

olacaktır. Örneğin VDMK'da yer alan yapılar, sukuklar için kullanılabilecektir. Zira oradaki işleyiş yatırımcılar için daha avantajlıdır.

4-Bu kapsamda Sukuk ihracında görevli özel amaçlı kurumların farklı bir yapıya kavuşturulması hususunda değerlendirmeleriniz nelerdir?

Bu noktada trust yapısı da tartışılabilir ancak bizim hukukumuzda yer almadığı için sorun olabilir. Ancak kanaatimce farklı yapılar kurulması değerlendirilmelidir.

5-VKŞ yöneticileri uygulamada ihraç işlemlerinin operasyonuyla ne kadar ilgilenebilmektedir? İhraca ilişkin dokümantasyonun hazırlanması, SPK, BİST müracaatlarını VKŞ adına kimler yapmaktadır? VKŞ yöneticileri, bu faaliyetleri için ücret almakta mıdır? VKŞ açısından yönetici ücretleri önemli bir maliyet midir?

VKŞ'nin yönetim kurulu ihraç operasyonlarıyla ya dokümantasyonla ilgilenmemekte, bu süreçler kurucu bankanın ilgili departmanlarında yürütülmektedir. VKŞ'nin bu operasyon için görevli personeli de bulunmamaktadır. VKŞ yöneticilerinden sadece bağımsız üyeye ücret ödenmektedir.

6-Uygulamada VKŞ yönetimine bağımsız üye seçiminde hangi kriterler uygulanmaktadır? Bağımsız üyeler kurucudan gerçekten de bağımsız olabilmekte midir?

Bağımsız yönetim kurulu üyesi konusunda SPK Tebliği'nin ilgili hükümlerine göre işlem yapılmaktadır. Bağımsız üyeler esasında kendisinden beklenen fonksiyonu icra edememektedir.

Bağımsız üye neden dışarıdan alınmıyor? VKŞ'nin ve dolayısıyla ihraç işlem maliyetlerini arttıracaktır. Mevcut yapıda, tek kurucu ve üyeler de kurucunun atadığı üyeler olduğu için, bunların bağımsızlık fonksiyonunu icra etmesi anlamlı gelmemektedir. Kurucunun %100 ortağı olan bir VKŞ'nin ve yöneticilerinin, kurucudan bağımsızlığını sağlaması mümkün olamayacaktır.

7- Sukuk ihraçlarında kurumsal ya da bireysel yatırımcılar, SPV'nin niteliği, finansal ve hukuki yapısını incelemekte midir? Yoksa sadece kaynak kuruluşun kredibilitesi mi araştırılmakta ve yeterli bulunmaktadır? Özellikle nitelikli yatırımcılara SPV ile ilgili bilgi verilme ihtiyacı doğmakta mıdır? Yatırımcıları, dayanak varlıklar ve bunların ikame edilmelerine ilişkin bilgiler hangi yöntemlerle hangi sıklıklar verilmektedir? Bu bilgilendirmenin yeterliliği hususundaki değerlendirmeleriniz nelerdir?

Yurt içi yatırımcılardan, bu konuda özel bir bilgi talebi gelmemektedir. Halka arzlardaki izahnameler dışında ayrı bir bilgilendirme de yapılmıyor. Bireysel

yatırımcılar sadece kurucunun kim olduğunu önemsemektedir. Nitelikli yatırımcılar arasında da varlıkların niteliği ya da yapı konusunda özel bilgi talebi olmamaktadır. Genel olarak işlemin fıkhi durumu sorulmaktadır.

8-Varlık kiralama şirketinin ve yöneticilerinin, yatırımcılara karşı hukuki hak ve sorumlulukları üzerinde değerlendirmeleriniz nelerdir? Bir katılım bankası ya da özel şirketin kendi finansman ihtiyacı için sukuk ihraç etmek üzere kurduğu VKŞ tarafından gerçekleştirilen ihraçlarda VKŞ ile kurucu arasındaki ilişkileri ve bu çerçevede kurucunun yatırımcılara karşı sorumluluğu hakkında değerlendirmeleriniz nelerdir?

Mevcut yapıda varlık kiralama şirket ve yöneticilerinin sorumluluğu söz konusu olacağı gibi VKŞ'nin sorumluluğunun söz konusu olduğu durumlarda tüzel kişilik perdesinin aralanması ve grup şirket olması nedeniyle kurucuya rücu edilmesi de mümkün olabilecektir. Bu sorumluluk durumu ihraçların başlarında yabancı yatırımcılar tarafından da sorgulanmıştır. Fon yapısı, kurucu açısından bu açıdan da daha güvenli olabilecektir.

9-Anonim şirket yapısında, farklı fon kullanıcıları için gerçekleşen birden fazla ihraç durumunda, VKŞ'nin iflası ya da yönetim ve denetiminin kamuya devri halinde bu varlıkların her bir ihraç yatırımcısına tahsis edilmesini TTK ve İİK hükümleri açısından nasıl değerlendirirsiniz?

İflas halinde, varlıkların gerçekten devredilip devredilmediği, yatırımcıların diğer alacaklılar karşısında rüçhan hakları var mı konusu hukuken tartışmalı konulardır. Zira İİK hükümlerinde iflasta sıranın kuralları açık şekilde düzenlenmiştir. SPK mevzuatının bunun önüne geçip geçmeyeceği de ancak yargılamalar sonucu belirlenebilecektir.

Burada önemli bir mesele VKŞ ile yatırımcılar arasındaki hukuki ilişkinin tanımlanmasıdır. Varlıklar VKŞ'ye aktarıldığında, varlıklar VKŞ'nin mi yoksa yatırımcıların mı mülkiyetinde sayılacaktır? Bu konuların da önemli hukuki tartışmalar oluşturacağı kanaatindeyim. SPK md 61'in özel hüküm olmasının da yatırımcıyı koruyup korumayacağı da tartışmalı meselelerdir.

Burada çözüm olarak, her bir ihracın ayrı SPV'ler tarafından yapılması önerilebilir. Fon yapısı da bunu sağlayabilir, zira her ihraca ayrı anonim şirket kurmak pratik olarak mümkün olmayacaktır. Oysa fonların mevcut yapısı bu kolaylığı sağlayacaktır.

Görüşmeci – 7

1-Varlık kiralama şirketlerinin mevcut yapısını, kira sertifikası ihraçları açısından nasıl değerlendirirsiniz? Bu kapsamda mevcut yapının aksayan ya da tadili gereken unsurları var mıdır?

VKŞ'ler aslında İngiliz-Amerikan hukuklarındaki trust yapısının bir benzeridir. Kişisel olarak VKŞ'lerin mevcut yapısının korunmasından yanayım. Zira 8-9 yıllık bir süreç sonunda oturmuş bir yapı var. Başlangıçta VKŞ'ler tam bir SPV olarak kurgulanmıştı; zira her bir VKŞ tek bir ihraç yapabiliyordu. Biz Türkiye'de kendimize özgü bir yapı oluşturduk.

Bu yapının özellikle finans kurumlarının kendi ihraçları açısından bir sorun olmayacağı kanaatindeyim. Ancak 3. Taraf ihraçları açısından hukuki sorunlar olduğunu değerlendirmekteyim. Nitekim SPK bir dönem VKŞ'ler ile yatırımcılar arasındaki ilişkileri düzenleyen bir çalışma yapmıştı ancak bundan vazgeçildi. Şayet bu yapılabilseydi daha olumlu olurdu kanaatindeyim.

VKŞ'lerde en büyük sıkıntılardan birisi temerrüt halinde ne yapılacağıdır. Çok yatırımcılı bir ihraçta temerrüt olduğunda, VKŞ nasıl hareket edecek ve sorumlulukları ne olacaktır. ya da doğrudan VKŞ'ye müracaat edilebilir mi? Kurumsal ihraçların az olmasının bir nedeni de bu belirsizliklerdir. Yapılandırma yapmak isteyen bir VKŞ, yatırımcıların tamamı onay vermezse ne olacak, temerrüt nedeniyle tüm borcun muaccel kılınması için yatırımcılardan onay almak gerekir mi kısmen alınmazsa ne olacaktır? Bunlardan VKŞ'nin sorumluluğu ne olacaktır? sorularına net cevaplar verilememesi ihraçların artmasına engel olabilmektedir.

2-Ülkemizde sukuk ihraçları artık neredeyse tamamen yönetim ve vekâlet gibi asset based yapılara dayanmaktadır. Bu tercihin nedenleri nelerdir? Bu tercihte varlık kiralama şirketlerinin, ihraçtan finansman sağlayacak olan fon kullanıcı tarafından kurulmuş olmasının bir etkisi var mıdır?

Asset based yapıların tercih edilmesinin temel nedeni varlık devirlerinin uzun zaman alması ve maliyetli olmasıdır. Bazı varlıkların devri için özel izin gerekmesi, değerleme mecburiyeti ve ihraç sürecinde ikame engelleri de bunda etkili olmaktadır. Ayrıca asset backed yapıda VKŞ'ye devredilen varlıkların maruz kalacağı hukuki sorunlar (kazalar, 3. Kişiye verilen zararlar, kamulaştırmalar gibi) doğrudan VKŞ ve yöneticilerine yansıyabileceğinden, bu yöntem tercih edilmemektedir. Alım-satıma konu ihraçlarda ikinci el satışlarının sınırlanması nedeniyle tercih edilmiyor. Ortaklık ve eser sözleşmesine dayalı ihraçlarda değerleme ve ihraç sınırlaması olması, teminat verme mecburiyeti olması da engel olarak karşımıza çıkıyor. En önemli sorunlardan biri 3. Kişilere karşı sorumluluk meselesi, örneğin esere dayalı ihraçlarda 3. Kişinin uğrayacağı zararlardan VKŞ'nin sorumluluğunun doğması söz konusu olabilecektir.

Bu tercihte VKŞ'nin yapısının çok etkisi olduğunu düşünmüyorum.

3-VKŞ'lerin, kaynak kuruluş ya da fon kullanıcılardan tamamen bağımsız birer yapı olarak kurulması hakkında değerlendirmeleriniz nelerdir? Konuyu maliyet, varlıkların devri ve güven hususları açısından nasıl değerlendirirsiniz?

Banka ihraçlarında yatırımcılar VKŞ'yi bilmiyor ve tanımıyor, yatırım kararı sadece bankaya güvene dayanıyor. Bu nedenle VKŞ'nin kurucusu ile olan bağı yatırımcılar açısından fark etmeyecektir. Burada sadece teminatlı bir ihraç yapısı kurulmuşsa, bu teminatların korunması için bağımsız VKŞ'lere ihtiyaç olabilir. Zira teminatın fon kullanıcı olan kurucunun kontrolünde olması yatırımcı menfaatleriyle uyuşmama açısından eleştirilebilir. Ancak yatırımcılar aslında teminata da bakmıyor, sadece getiri ve arkadaki bankaya bakılarak karar veriliyor.

3. Kişi ihraçları açısından ise VKŞ'lerin bağımsız olması gereklidir. Fon kullanıcının kontrolünde olan bir VKŞ'nin ihraçları, yatırımcılar açısından hukuken güvenli olmayacaktır. Zira organik bağ nedeniyle yatırımcı lehine yapılması gereken işlemler yapılmayabilecektir.

4-Bu kapsamda Sukuk ihracında görevli özel amaçlı kurumların farklı bir yapıya kavuşturulması hususunda değerlendirmeleriniz nelerdir?

İyileştirilmesi gereken yerler var ancak VKŞ yapısı oturmuştur, oturmuş bir yapının değiştirilmesine gerek olmayacağı kanaatindeyim. Örneğin fon yapısı önerisinde, fonların tüzel kişiliği olmaması işleme taraf olamaması ve dava açamaması gibi sorunlar ortaya çıkabilecektir. Her ihraç için aynı VKŞ kurulması operasyon olarak çok sorunlara yol açacaktır.

5-VKŞ yöneticileri uygulamada ihraç işlemlerinin operasyonuyla ne kadar ilgilenebilmektedir? İhraca ilişkin dokümantasyonun hazırlanması, SPK, BİST müracaatlarını VKŞ adına kimler yapmaktadır? VKŞ yöneticileri, bu faaliyetleri için ücret almakta mıdır? VKŞ açısından yönetici ücretleri önemli bir maliyet midir?

Bildiğim kadarıyla bankadaki genel müdür yardımcıları ve sukuk işlemlerini yapan birim müdürleri VKŞ'nin de yönetim kurulunu oluşturuyor. Bu açıdan pratikte VKŞ'nin bu nitelikteki yöneticileri işlemlerle ilgileniyor. Dokümantasyonun hazırlanması ve müracaatlar konusunda da kurucunun hukukçuları, banka çalışanları da sürece dâhil oluyor. Bilgi sistemleri gibi teknik alanlarda da kurucu bankalardan hizmet alınmaktadır. Bildiğim kadarıyla bağımsız üyeler dışında YK üyelerine ücret ödenmemektedir.

6-Uygulamada VKŞ yönetimine bağımsız üye seçiminde hangi kriterler uygulanmaktadır? Bağımsız üyeler kurucudan gerçekten de bağımsız olabilmekte midir?

Bu konuda SPK'nın Kurumsal Yönetim Tebliği uygulanıyor. VKŞ'lerde bağımsız üyeler, kurucunun yönetici seviyesinde olmayan çalışanları da bağımsız üye olabiliyor.

Banka ihraçlarında temerrüt olasılığı hiç düşünülmediği için kriterleri sağlayan biri üye yapılarak, prosedür yerine getirilmek isteniyor. 3. Kişi ihraçlar açısından ise VKŞ üyeleri zaten fon kullanıcısından bağımsız oluyor. Burada kurucu ile VKŞ arasındaki ilişki açısından Tebliğ değişikliği ile bağımsızlık farklı kriterlere bağlanabilir.

Burada yatırımcıların menfaati açısından bir başka sorun aslında bağımsız üyenin, bir yönetim kurulu kararı alınması sürecinde sadece olumsuz oy kullanarak fonksiyon icra edebilmesidir. Oysa yönetim kurulu örneğin temerrüt halinde takip işlemleri yapılması gerektiğinde, diğer üyeler (çoğunluk) bu konuda takibe geçmeme karar alırsa, bağımsız üyenin tek oyu olacağı için burada işlevi kalmamış olacaktır. Dolayısıyla mevcut düzenlemeler karşısında bağımsız üyenin sadece engelleyici bir fonksiyonu bulunmaktadır. Bu nedenle süreçte çok etkin olmaları mümkün olmamakta ve bu yöneticiler yatırımcıların menfaatinin korunmasında önemli etkiye sahip olamamaktadır.

Kanaatimce VKŞ yönetim kurulu üyelerinin, kendisini kurucudan izole etmesi gerekir. Ancak VKŞ üyelerinin, kurucunun da yöneticisi olması nedeniyle bu izolasyon sağlanamayabilecektir. Ben TTK 203'ün VKŞ'ler açısından uygulanmaması gerektiğini değerlendiriyorum. Örneğin kurucu, VKŞ'ye "dayanak varlığı paraya çevirme" diyememesi gerekir.

7- Sukuk ihraçlarında kurumsal ya da bireysel yatırımcılar, SPV'nin niteliği, finansal ve hukuki yapısını incelemekte midir? Yoksa sadece kaynak kuruluşun kredibilitesi mi araştırılmakta ve yeterli bulunmaktadır? Özellikle nitelikli yatırımcılara SPV ile ilgili bilgi verilme ihtiyacı doğmakta mıdır? Yatırımcıları, dayanak varlıklar ve bunların ikame edilmelerine ilişkin bilgiler hangi yöntemlerle hangi sıklıklar verilmektedir? Bu bilgilendirmenin yeterliliği hususundaki değerlendirmeleriniz nelerdir?

Yatırımcılar, SPV ile ilgili değil, yapının İslam hukukuna uygunluğunu daha çok sorgulamaktadır. Yatırım fonları gibi nitelikli yatırımcılar dayanak varlıkları da sormaktadırlar. Yatırımcılara bilgilendirmeler KAP üzerinden yapılabilmektedir. Bildiğim kadarıyla yurt için ihraçlarda yapılmasa da yurtdışı ihraçlarda varlıkların durumu hakkında ihraçtan sonra da takip söz konusu olabilmektedir.

8-Varlık kiralama şirketinin ve yöneticilerinin, yatırımcılara karşı hukuki hak ve sorumlulukları üzerinde değerlendirmeleriniz nelerdir? Bir katılım bankası ya da özel şirketin kendi finansman ihtiyacı için sukuk ihraç etmek üzere kurduğu VKŞ tarafından gerçekleştirilen ihraçlarda VKŞ ile kurucu arasındaki ilişkileri ve bu çerçevede kurucunun yatırımcılara karşı sorumluluğu hakkında değerlendirmeleriniz nelerdir?

Kanaatimce yatırımcılarla VKŞ arasında doğrudan ilişki konusunu her somut olayda değerlendirme yapmak gerekir ancak bence bu ilişkiyi vekalet olarak değerlendirmek gerekir. Yatırımcıların haklarının niteliği ise aradaki sözleşmeye göre değişecektir. Hazine VKŞ'si açısından da bu ilişkiye vekalet dememizde bir sakınca olmayacaktır. Fon kullanıcı ile VKŞ arasındaki organik ilişki nedeniyle, bu vekalet ilişkisinde bir menfaat çatışması ortaya çıkabilecektir.

VKŞ ile yatırımcılar arasındaki vekalet sözleşmesi olacağında, vekil sonucu garanti etmemektedir, bu nedenle de VKŞ'nin, sertifikalardan doğan borçlardan sorumlu tutulmaması gerekir.

VKŞ ile yatırımcı arasındaki hukuki ilişkinin tam olarak belirlenenemesi ve bundan kaynaklanacak hukuki riskler ile fon kullanıcı ile yatırımcı arasındaki hukuki ilişkinin belirsizliği, yatırımcının doğrudan fon kullanıcılara başvurup başvuramayacağına dair düzenlemelerin açık olmaması ihraçlar için bir sorun olarak karşımızdadır. Nitekim bu nedenle sözleşmelere buna dair hükümler yazıldığını görüyoruz. Benim kanaatim, sözleşmede düzenleme olmazsa yatırımcının doğrudan fon kullanıcıya müracaat edebileceğini net olarak söylenemeyecektir. Bu durumda kurucunun fon kullanıcısı olduğu ihraçlarda, VKŞ'lerin sorumluluğu durumunda tüzel kişilik perdesinin kaldırılması gerektiği ve kurucuya da rücu edilebileceği kanaatindeyim.

9-Anonim şirket yapısında, farklı fon kullanıcıları için gerçekleşen birden fazla ihraç durumunda, VKŞ'nin iflası ya da yönetim ve denetiminin kamuya devri halinde bu varlıkların her bir ihraç yatırımcısına tahsis edilmesini TTK ve İİK hükümleri açısından nasıl değerlendirirsiniz?

TTK açısından bir sorun olmayacağı kanaatindeyim. İİK açısından; yönetim ve alım satıma dayalı ihraçlar ile teminat olmayan ortaklık ve eser sözleşmesi ihraçlarında bir önemi olmayacaktır. Zira burada zaten VKŞ de varlıklar üzerinde hak sahibi olmamaktadır. Zira Yönetim ve alım satımda dayanak varlığa zaten gidilemeyecektir. Sahipliğe dayalı ihraçlarda bu konu önemlidir. Pratikte varlıkların haczi söz konusu olduğunda SPK md 61 uyarınca haczin kaldırılması gerektiği kanaatindeyim. Bu açıdan düzenlemenin koruyucu olacağı

kanaatindeyim. Burada karşımıza, dayanak varlıkların belirlenebilir olarak kaydedilmemesi ya da izlenmemesi nedeniyle ispat sorunu çıkabilecektir. Yine mevzuat düzenlemelerinde kamulaştırmaya karşı bir koruma bulunmamaktadır.

Görüşmeci – 8

1-Varlık kiralama şirketlerinin mevcut yapısını, kira sertifikası ihraçları açısından nasıl değerlendirirsiniz? Bu kapsamda mevcut yapının aksayan ya da tadili gereken unsurları var mıdır?

Kanun lafzına bakıldığında sadece ihraççı fonksiyonu üstlenmesi gereken VKŞ'ler, uygulamada (mecburen) hem ihraççı hem temsilci hem de yediemin fonksiyonlarını üstlenmektedir. Böyle olunca da özellikle kaynak kuruluşlar tarafından kurulan VKŞ'lerin bu üç fonksiyonu üstlenerek gerçekleştirilen ihraçlarda çıkar çatışması ve bağımsızlık açılarından sorunlar olduğu aşikârdır. Ancak, itfa edilemeyen sukuk sayısı az olduğu ve muhtemelen yargıya intikal etmediği için sorunlar su yüzüne çıkmamaktadır.

2-Ülkemizde sukuk ihraçları artık neredeyse tamamen yönetim ve vekâlet gibi asset based yapılara dayanmaktadır. Bu tercihin nedenleri nelerdir?

İsviçre ve Türk eşya hukukuna hâkim "ayni hakların bölünmezliği" ve "ayni haklarda sınırlı sayı" gibi temel prensipler, mülkiyet hakkının taraf iradeleri gerektirse bile ayni etkili olacak "şekli/hukuki/kuru mülkiyet" ve "maddi/ekonomik/menfaat mülkiyet" şeklinde birlikte mülkiyete konu olmasına izin vermemektedir. Dolayısıyla sukuka konu edilecek varlıkların bilançodan çıkarılmadan sukuka konu edilmesi bu iki seçenek dışında mümkün olamamaktadır. Bunu aşmanın bir yolu olarak, Yargıtay'ın namı müstear meselesine ilişkin olarak verdiği iki temel kararı, sonraki uygulamalarda Yargıtay dairelerinin inançlı işlemler bakımından da uygulaması nedeniyle inançlı mülkiyet devirleri kullanılmaktadır. Ancak alım taahhütleri olmasa, bu işlemlerin çok büyük risk barındırdığını da söylemek gerekir.

Bu tercihte varlık kiralama şirketlerinin, ihraçtan finansman sağlayacak olan fon kullanıcı tarafından kurulmuş olmasının bir etkisi var mıdır?

Sanmıyorum. Mesele varlıkların bilançodan çıkıp çıkmaması ile alakalıdır diye düşünüyorum. Aksi olsa, VKŞ'nin kaynak kuruluş tarafından kurulması dezavantaj değil, avantaj olmalıdır.

3-VKŞ'lerin, kaynak kuruluş ya da fon kullanıcılardan tamamen bağımsız birer yapı olarak kurulması hakkında değerlendirmeleriniz nelerdir? Konuyu maliyet, varlıkların devri ve güven hususları açısından nasıl değerlendirirsiniz?

İlk soruda buna değinmiştim. Mevcut durumda VKŞ'ler hem ihraççı hem temsilci hem de yediemin fonksiyonlarını üstlendikleri için, bağımsız birer

yapı olması elbette doğru olur. Sadece bağımsızlık yetmez, olursa çıkar çatışmalarını önleyecek tedbirler de alınmalıdır. Bu anlamda belki sukuk ihraçlarını (en azından yatırımcılarla ilişkiler aşamasını) katılım bankalarının üzerinden kurgulamak ve özel fon ya da yatım vekâleti havuzları altında bu yapıyı işletecek mekanizmalar kurmak isabetli olacaktır. O zaman VKŞ'ler temsil işinden kurtulup, ihraççı/yediemin fonksiyonlarını daha rahat yerine getirebilir ama bağımsızlık yine de gereklidir.

4-Bu kapsamda sukuk ihracında görevli özel amaçlı kurumların farklı bir yapıya kavuşturulması hususunda değerlendirmeleriniz nelerdir?

Anonim şirket şeklinde kurulmuş olmalarının herhangi bir sakıncası olmamakla birlikte tam manasıyla fonksiyon icra etmeleri halinde her bir ihracın güvenle yürütülmesine ve kayıtlarının sağlam tutulmasına yarar biçimde AŞ içerisinde fonlar şeklinde (PYŞ'lerde olduğu gibi) daha sağlam bir yapı düşünülebilir. Gerçi mevcutta da akdedilen sözleşmelerden hangi varlığın hangi ihracın teminatı olduğu vs. anlaşılır durumdadır, belki kayıtlar düzgün tutularak bu sorunlar aşılabilir ve belki daha karmaşık yapılar söz konusu olduğunda diğer seçenek düşünülebilir.

VKŞ'ler içinde konusunda çok uzmanlaşmış Danışma Kurulları olmalıdır ve ihraçlarda SPK tarafından aynen hukukçu raporu gibi bunların raporu aranmalıdır. Hatta bunun bir ucu da şu an TKBB'de olduğu gibi SPK'da kurulu merkezi bir yapı olmalıdır. Bilançodan çıkarmaya zorlayan resmi devirler kaldırılmalı, finansal kiralamada olduğu gibi sözleşmelerin tesciline yarar mekanizmalar kurulmalıdır. Böylelikle inançlı işlemlerdeki riskler de bertaraf edilebilir.

VKŞ'lerin bu ihraçlarda aldığı ücretlerin, kurucunun kar/zarar hesabındaki yeri ve önemi de değerlendirilmelidir. Bu maliyetlerin düşürülmesi önemlidir ama bu güvenliği azaltacak kadar olmamalıdır. Onun içindir ki, VKŞ'ler kaynak kuruluş hegemonyasından kurtarılıp, başka bir yapıya geçmeli ve Tebliğin yazımı aşamasında da önerdiğimiz gibi sadece katılım bankaları inhisarına geçmelidir.

5-VKŞ yöneticileri uygulamada ihraç işlemlerinin operasyonuyla ne kadar ilgilenebilmektedir? İhraca ilişkin dokümantasyonun hazırlanması, SPK, BİST müracaatlarını VKŞ adına kimler yapmaktadır? VKŞ yöneticileri, bu faaliyetleri için ücret almakta mıdır? VKŞ açısından yönetici ücretleri önemli bir maliyet midir?

Mevcut durumda bu soruların cevapları; hayır şeklinde olacaktır. Çünkü yöneticiler tamamen "saman adam" niteliğindedir. Diğer başvuru vs. işlemleri ise bir veya iki VKŞ kurucusu kaynak kuruluş çalışanı gerçekleştirmektedir. İhraçlarda sadece dokümantasyon hazırlanması için bir ücret ödenmekte, o da dışarıdan hizmet olarak alındığı için. Mevcut yapıda ücretler maliyet gibi görünmektedir.

6-Uygulamada VKŞ yönetimine bağımsız üye seçiminde hangi kriterler uygulanmaktadır? Bağımsız üyeler kurucudan gerçekten de bağımsız olabilmekte midir?

SPK kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde atanmaktadır. Ancak, pek de bağımsız olduğunu düşünmüyorum. Mevcut durumda bağımsız üyeler daha çok "ilgisiz/umursamaz üye" şeklinde belirleniyor. Çünkü bu konuda bağımsızlık dışında bir nitelik aranmıyor.

7-Sukuk ihraçlarında kurumsal ya da bireysel yatırımcılar, SPV'nin niteliği, finansal ve hukuki yapısını incelemekte midir? Yoksa sadece kaynak kuruluşun kredibilitesi mi araştırılmakta ve yeterli bulunmaktadır? Özellikle nitelikli yatırımcılara SPV ile ilgili bilgi verilme ihtiyacı doğmakta mıdır? Yatırımcıları, dayanak varlıklar ve bunların ikame edilmelerine ilişkin bilgiler hangi yöntemlerle hangi sıklıklar verilmektedir? Bu bilgilendirmenin yeterliliği hususundaki değerlendirmeleriniz nelerdir?

Elbette ki kaynak kuruluşa ve SPK'ya güvenle bu işlemler yapılıyor. Hatta kaynak kuruluşlar bile çok araştırılmıyordur diye düşünüyorum. Asıl sorumluluk da SPK boynundadır. Oysa bu kadar yük üstlenmesi doğru değildir. Çok fazla sorun çıkmadığı için bu tartışmalar gündeme gelmiyor; fakat özellikle küçük yatırımcılar bakımından SPK'ya açılabilecek davalar olduğu kanısındayım.

8-Varlık kiralama şirketinin ve yöneticilerinin, yatırımcılara karşı hukuki hak ve sorumlulukları üzerinde değerlendirmeleriniz nelerdir? Bir katılım bankası ya da özel şirketin kendi finansman ihtiyacı için sukuk ihraç etmek üzere kurduğu VKŞ tarafından gerçekleştirilen ihraçlarda VKŞ ile kurucu arasındaki ilişkileri ve bu çerçevede kurucunun yatırımcılara karşı sorumluluğu hakkında değerlendirmeleriniz nelerdir?

Ağırlaştırılmış bir sorumluluk bulunmadığı için en azından vekilin özen borcu gibi sorumlu olacakları kanısındayım.

Kaynak kuruluşlar bakımından ise mevcut düzende her zaman tüzel kişilik perdesinin aralanmasının ve kaynak kuruluşa ulaşılmasının mümkün olduğu düşüncesindeyim. Fakat burada ihraca onay veren SPK sorumluluğunu da unutmamak gerek.

9-Anonim şirket yapısında, farklı fon kullanıcıları için gerçekleşen birden fazla ihraç durumunda, VKŞ'nin iflası ya da yönetim ve denetiminin kamuya devri halinde bu varlıkların her bir ihraç yatırımcısına tahsis edilmesini TTK ve İİK hükümleri açısından nasıl değerlendirirsiniz?

Belgelerden (SPK'nın onayladığı ve sakladığı ihraç evrakından) soruna çözüm bulunacağını ve yatırımcıların zarar görmeyeceğini düşünüyorum. Zaten bu

sebeple zarar gören olursa doğrudan SPK'ya gidebilir. Fakat ideal olanın AŞ altında her bir ihraç için kurulacak fon yapıları olduğunu söyleyebilirim.

Bugün gelinen noktada sukuklar, menkul kıymetleştirme aşaması neredeyse kaybolacak biçimde tamamen finansman aracı haline dönüştü. Bu nedenle 4. Soru altında önerdiğim yapılarla bu işler tamamen katılım bankalarına devredilebilir. En azından sukuklar, menkul kıymetleştirme olan olmayan diye iki tür olabilir, tamamen finansman şeklinde yürüyenler, katılım bankalarının inhisarına bırakılabilir.

Görüşmeci – 9
(Bu görüşme İngilizce dilinde gerçekleşmiş olup görüşmeciye yöneltilen soru ve alınan cevaplar yazar tarafından Türkçe'ye çevrilmiştir)
1-SPV'lerin hukuki ve finansal fonksiyonları hakkındaki değerlendirmeleriniz nelerdir?

İslami finans açısından sukûk ihracı için neden bir SPV'ye ihtiyaç olduğuna bakmak gerekir. Zira konvansiyonel finansal kurumlar, bir SPV'ye ihtiyaç olmadan doğrudan bono ihraç edebilmektedirler. Bunun bir nedeni Türk hukukunun buna izin vermesiyken daha da önemli nedeni bu kurumların İslami finans alanında faaliyet göstermediği için bu alanın sınırlamalarına tabi olmamasıdır.

Oysa sukûk ihraçlarında bir SPV'ye ihtiyaç bulunmaktadır. Zira öncelikle İslam hukukundaki faiz yasağı çerçevesinde bu işlemlerde yatırımcılara ödenen getirilerin, ihraca dayanak olan varlıklardan elde edilmesi gerekmektedir. Bu nedenle de sukûk ihraçlarında bahse konu varlıklar ile ilgili kaynak kuruluş ile satım, kiralama ya da vekâlet gibi İslam hukukuna uygun akitler yaparak, bu getirileri sağlayacak bir SPV kurulmaktadır.

SPV'ler ile fon kullanacılar arasındaki ilişki açısından ise bundan on yıl öncesine göre farklı bir değerlendirme yapılmaktadır. Daha önce bir fon kullanıcının kurduğu SPV ile kendi sukûk ihracını gerçekleştirmesi kabul edilmekteyken, bugün SPV ile fon kullanıcı arasındaki hukuki işlemlerin gerçek ve geçerli olması için bunların aynı kişiler olmaması gerektiği ifade edilmektedir. Bu nedenle de SPV'lerin, fon kullanıcıdan ayrı kurumlar olması istenmektedir. Bu İslami finans prensipleri açısından da yatırımcıların korunması açısından da tercih edilen bir yöntemdir. Fon kullanıcının kendi kendisiyle işlem yapması anlamına gelecek bu organik

Bir finansal kurumun kendi iştiraki ile gerçekleştirdiği ihraçlarda aynı anda ihraççı ve varlıkların saklayıcısı ya da yatırımcıların vekili olması durumunun taraflar arasında çıkar çatışmalarına neden olacağı değerlendirilmektedir. Bu nedenle SPV'nin, fon kullancıdan tamamen ayrı bir yapı, orphan olarak kurulması tercih edilmektedir.

2-SPV ile yatırımcılar ve fon kullanıcı arasındaki ilişkileri hukuki açıdan nasıl değerlendirirsiniz?

Olaya hukuki açıdan baktığımızda ise şunları ifade etmek gerekir:

SPV, sukûk ihracı kapsamında fon kullanıcı ile finansal sözleşmeler akdetmektedir. Aynı zamanda SPV'ler dayanak varlıkları yatırımcılar adına elde tutmakta ve getirileri tahsil etmektedir. Common Law sisteminde bu trust yapısıyla sağlanmaktadır. SPV, bir trust beyanıyla, dayanak varlıkları muhafaza etmeyi ve bunların getirilerini takibi taahhüt etmektedir.

Dolayısıyla karşımıza aynı anda birden fazla yapı çıkmaktadır. Birincisi SPV ile fon kullanıcı arasındaki sözleşme ilişkileri, ikincisi SPV'nin ihraççı olarak görev alması ve üçüncüsü de ihraca dayanak varlıkları yatırımcılar lehine muhafaza etmektir. SPV burada vekil ve trustee olarak birden fazla fonksiyon icra etmektedir. Bu çoklu yapıda ilk anda bir problem söz konusu değildir. Ancak ihraçta temerrüt oluşması halinde bu yapı bazı problemler ortaya çıkarabilecektir. Örneğin SPV'nin temerrüdü söz konusu olduğunda, bu SPV'ye kendi temerrüdü nedeniyle kendi elinde olan varlıkları paraya çevirmesi istenmiş olacaktır. Bunun da bir hukuki ihtilaf ortaya çıkaracağı açıktır. Bu muhtemel ihtilafları önlemek için kullanılan yöntem, SPV'nin bazı yetkilerinin üçüncü bir tarafa devredilmesidir. Bu yöntem İslami finans ilkeleri açısından da kabul edilebilir mahiyettedir.

3-Türkiye'de kurulu SPV'lerin (Varlık Kiralama Şirketinin) statüsü ve yatırımcıların Türkiye'de ya da yurtdışında yapılacak ihraçlar açısından menfaatlerinin korunmasındaki fonksiyonları hakkındaki değerlendirmeleriniz nelerdir?

Türkiye'deki ihraçlar açısından baktığımızda, Türk hukukunun zorunlulukları nedeniyle bankaların iştiraki olan SPV'ler üzerinden sukûk ihraçları konusunda SPV ile kurucu banka arasında açık bir mesafenin olması tercih edilmektedir.

Burada dikkat edilmesi gereken diğer nokta iflastan korunmadır. Bir iflas durumu halinde dayanak varlıkların diğer alacaklıların müracaatlarından korunabilmesi gerekir. Uluslararası ihraçlarda trust mekanizması ile bu koruma sağlanmaktadır.

Türkiye'de kurulan SPV'ler üzerinden sukûk ihraçları konusunda yatırımcıların en önemli sorularından biri de uygulanacak hukukla ilgili olmuştur. Sukûk dokümanlarında, ilgili sözleşmelere İngiliz hukukunun uygulanacağı ve İngiliz mahkemelerinin yetkili olacağı düzenlemeleri yer almakta olup, yatırımcılar bu seçimin Türk mahkemelerince kabul edilip edilmeyeceğini de sorgulamışlardır.

İkinci değerlendirme konusu ise iflas düzenlemeleridir. Özellikle SPV'nin iflası halinde uygulanacak hükümler de önemli bir değerlendirme noktası olmuştur.

Türkiye uygulaması açısından işaret etmek istediğim bir başka konu da Tier 1 ve Tier 2 sukûk ihraçlarında, Türkiye'de kurulu VKŞ'ler yerine yurtdışındaki SPV'lerin tercih edilme nedenidir. Türk hukukunda dayanak varlıklar VKŞ tarafından yatırımcılar adına elde tutulduğu veya yatırımcılara ait sayıldığı için BASEL kurallarına göre bu yapıyla sermaye benzeri borç mahiyetinde sukûk ihraç etmek mümkün olamamaktadır. Bu nedenle bahse konu sukûk ihraçlarını yürütebilmek için bu alana ilişkin mevzuat düzenlemeleri yapılabilecektir. Bu durum nedeniyle Türkiye'de kurulu VKŞ'ler kullanılamamaktadır.

C-Sukûk İhraçlarına Katılan Yatırımcı Firma Temsilcileri İle Yapılan Görüşmeler

Görüşmeci - 10

1-Banka ya da şirketler tarafından ihraç edilen kira sertifikalarını değerlendirirken, ihraççı varlık kiralama şirketleri (VKŞ) hakkında hangi değerlendirmeler yapılmaktadır? Varlık kiralama şirketinin kurucusunun kim olduğu bir değerlendirme kıstası mıdır? Cevabınız evet ise kurucunun hangi özelliklere sahip olması istenmektedir?

VKŞ belirli şartları haiz kurumlar tarafından kurulabiliyor. Bizim VKŞ'den beklediğimiz aslında aracılık ettiği sukuk ihraçlarında seçici davranıp davranmadığıdır. VKŞ'nin, her ihraç talebini karşılamak yerine yerine firmaları halka arzlar gibi belirli süzgeçlerden geçirmesini, kaliteli, katma değerli ihraçlara aracılık etmelerini bekliyoruz. VKŞ'lerin aynı zamanda dayanak varlıklar üzerinde sağlam haklar kurmaları, bu varlıkları izlemeleri, dayanak varlıkların usulen bir liste olması yerine gerçekten var olan dayanaklar olmasını da takip ve kontrol etmeleri gerekir. Yatırım olarak, öncelikle ihracın fon kullanıcının kredibilitesini değerlendiriyor ve ihracın yapısına da bakıyoruz. İşlemin İslam hukukuna uygunluğu açısından danışma komitesi kararına da bakıyoruz. Bu noktadan ihracın dokümantasyonunun sağlam ve kaliteli olması gerekir ki VKŞ'ye burada önemli bir görev düşmektedir. VKŞ'den beklenen bir başka husus, bir ödeme sıkıntısı olduğunda, ödemelerin yeni planlara bağlanması için tüm tarafları organize etmesi, tarafları bir araya getirmesi ve yapıcı bir tutumla çözüme de katkı sağlamasıdır.

2-İhraca katılım kararında varlık kiralama şirketinin yapısı, sermayesi, yönetimi ve finansal tabloları gibi özellikleri dikkate alınmakta mıdır?

VKŞ'ler organizasyon olarak kapsamlı değiller, finansal yapıları da güçlü değil; esasen yatırım kararında VKŞ bu anlamda incelenmemektedir. ki buna

gerek de olmuyor. Organizasyon yapılarında sukuk ihraçlarının artırılabilmesi için pazarlama yapabilecek personelleri olmasının faydalı olacağı kanaatindeyim.

Bazı dönemlerde fonlar olarak bizler yeterli sukuk bulunamayabiliyor, bu açıdan ne kadar çok özel sektör sukuku olursa, fonlar için daha etkin bir piyasa olur. İslami finans piyasasının büyütülmesi gereki ki toplam fayda artsın. Sukuklar bu açıdan daha etkin olabilir. Sukuk ihraçlarının artması bu piyasanın büyümesi açısından da önemli bir etken olacaktır. Örneğin özel sektör tahvillerinde yaşanan finansal sıkıntılar, sukuklarda daha az yaşandı. Bu kapsamda kaliteli iş yapan VKŞ'lerin, iyi fimalara gidip sukukları özendirmesi iyi olacaktır. Bu sayede katılım finans sisteminin Pazar payı da artacaktır.

3-İhraca katılım kararında, ihracın yapısı ve dayanak varlıkları incelenmekte midir?

İhracın yapısı ve dayanakları portföy yönetim şirketleri için çok önemlidir. Özellikle sahipliğe dayalı yapıları tercih ediyoruz. Yine danışma kurullarımız, İslami finans prensiplere uygun bulmadığı sukukların satın alınmasına izin vermemektedir. Risk değerlendirmesi bakımından da yönetim sözleşmeleri daha zayıf kalıyor, sahipliğe dayalı ihraçlarda ise daha uzun vadeyi de kabul edebiliyoruz. Sukukta değişken getirili yapılar kurulabilse, sektörün gelişimi de artabilecektir. Özellikle mevcut kısa vadeler yerine uzun vadeli sukuk ihraçlarına geçiş sağlanması bu tür değişken getirilerle mümkün olabilir.

4-VKŞ'lerin, kaynak kuruluş ya da fon kullanıcılardan tamamen bağımsız birer yapı olarak kurulması hakkında değerlendirmeleriniz nelerdir? Bu kapsamda Sukuk ihracında görevli özel amaçlı kurumların farklı bir yapıya kavuşturulması hususunda değerlendirmeleriniz nelerdir?

Piyasaların kuruluş aşamasında VKŞ'lerin banka iştiraki olması bir güven oluşturmaktadır. VKŞ'ler sermaye yapıları, ihraç meblağlarına göre çok küçük olduğu için yatırımcılar ihraca katılırken VKŞ yerine kurucu bankalara güveniyorlar ve bankaları değerlendiriyorlar. Bu açıdan piyasanın kuruluş aşamasında bu güven önemli bir unsurdur ve gereklidir. Ancak piyasa büyümeye başladığında, zaman içinde bu bağımsızlık ihtiyaç haline gelecektir. Bankalar da bugün çoğunlukla dünya ekonomik konjoktüründeki dalgalanmalar nedeniyle ve fazla sorun yaşamama amacıyla kendi ihraçlarını yapmayı, 3. Şahıs ihraçlarına tercih etmektedir. Fon tarafında ise katılım esaslı fonlar ve emeklilik fonları büyüyor, bu da sukuk ihraçlarına ihtiyacı arttırıyor. Bu yönelim VKŞ'lerin bağımsızlığına ihtiyaç doğuracaktır ve bence de bağımsızlık olmalıdır. Bu bankaları biraz daha normalleştirir.

VKŞ'leri fon olarak kurulması konusundaki değerlendirmeleri şu şekildedir: Fon yöneticileri esasn PYŞ'lerin yönetim kurullarından oluşuyor. Bu durumda fonun ihraçlarında, PYŞ yöneticileri sorumlu olacak, oysa anonim şirketlerde ayrı yöneticiler olabilir. Fon 3. Kişi için sukuk ihraç ettiğinde, PYŞ yönetim kurulu bu süreçte sorumluluk üstlenmiş oluyor. Bu da özellikle kurucusu bankalar olan PYŞ'leri bu ihraçlardan alıkoyabilmektedir. Zira fonlarla ilgili örneğin vergi ya da hukuki sorumluluklar ortaya çıkabileceğinden, özellikle banka iştiraki olan PYŞ'ler 3. Kişi ihraçlarından çekinebilecektir. Ancak banka dışı bağımsız PYŞ'ler bu tür ihraçları daha kolay yapabilir.

5-Sukuk ihraçları, kendisinden beklenen faydaları sağlamakta mıdır? Bu faydaların elde edilmesine engel olabilecek hukuki ya da fiili durumlar olduğunu düşünür müsünüz?

Sukuklar aslında beklenen faydaları sağlıyor, ancak daha uzun vadeli sukuklar gibi açılımlar yapılabilir. Sukuk piyasalarının da etkinleştirilmesi gerekir. Bu noktada yatırımcı davranışları da önemlidir, örneğin bono/tahvil yatırımcıları, ara dönemlerde zarar oluşmasını olağan karşılayabiliyor. Sukuk yatırımcıları ise katılım hesapları gibi düşündükleri için ara dalgalanmalardan çok rahatsız oluyorlar. Bu nedenle zaten kısa vadeler tercih ediliyor. Sukuk ihraçları azaldığında, duration yönetiminde zorluklar oluşturabiliyor. Örneğin bono fonlarında durasyon yönetimi mümkünken, bizim tarafta kamu sukukları var ve herkez o sukukları talep ettiğinde fiyatlar sabitleniyor veya likidite sıkıntıları olabiliyor, herkes aynı anda alıcı ya da satıcı olabiliyor. Bu nedenlerle sukuk piyasasının çeşitliğini ve derinliğini arttırmamız gerekiyor.

6-Sukûk işleminin esasen bir İslami finans ürünü olduğu ve dünyada da bu şekilde kabul edildiği nazara alındığında, SPK'nın ülkemizdeki sukûk ihraçlarında VKŞ'lere, İslami finans ilkelerine uyum sağlaması yönünde bir yönlendirme, zorlama ya da denetim yapmasını veya buna dair alt düzenlemeler ihdas etmesini nasıl değerlendirirsiniz?

İyi ihraççıyı korumak için bu önemli bir konudur. Zira güncel uygulamada ismi katılım esaslı olan ancak içeriğinde bu özellikleri taşımayan fonlar da oluşabiliyor. SPK bence bu konuyu düzenlemelidir. Bunun iki şekilde yapabilir: SPK'nin bu tür bir fonksiyon üstlenmesi için buna ilişkin ayrı bir daire kurabilir. Ya da SPK katılım esaslı fonlara ilişkin akredite bir danışma komitesinden icazet isteme gibi kuralları koyup bunu denetleyebilir. Bu ikinci alternatif daha efektif olabilir. Bu çerçevede Merkezi Danışma Kurulu, özel danışma komitelerini akredite edebilir ve fonlar ya da VKŞ'ler bu akredite kuruluşlardan icazet alabilir. Bu daha piyasa dostu bir yapı gibi görünüyor.

Görüşmeci - 11

1-Banka ya da şirketler tarafından ihraç edilen kira sertifikalarını değerlendirirken, ihraççı varlık kiralama şirketleri (VKŞ) hakkında hangi değerlendirmeler yapılmaktadır? Varlık kiralama şirketinin kurucusunun kim olduğu bir değerlendirme kıstası mıdır? Cevabınız evet ise kurucunun hangi özelliklere sahip olması istenmektedir?

VKŞ'lerin bankalar tarafından kurulmasının olumlu olduğunu düşünmekteyim. Zira bankalar ya da finansal şirketler kurumsal yapılar olarak faaliyetlerin risklerini değerlendirme kapasitesine sahiptir. Özellikle ihraçları bu bankaların personeli yürüttüğü için olası riskleri önceden tespit edip tedbir alabilecekler kanaatindeyim. Kurucuların kurumsallığı bir şekilde VKŞ'ye de taşınmış olmaktadır. Ayrıca bu kurumlar, VKŞ'nin %100 sahibi olduğu için yapılan işlemleri itibar riski açısından da değerlendirerek, sade bir aracı olarak hareket etmek yerine işlemleri daha detaylı bir incelemeden geçirmelerini beklemekteyiz. Elbette her VKŞ'nin sahibi açısından bu geçerli olmayabilir ancak yatırımcı olarak bizim bu kurumlardan beklentimiz yukarıda ifade ettiğim yöndedir. Sadece aracılık gözüyle bakılırsa bizim açımızdan görevini yerine getirmemiş olacaktır. Bu açıdan VKŞ'nin kurucusunun sağlam bir kurum olması bizim açımızdan daha olumlu olacaktır.

Yatırımcı olarak bizim kanaatimizce VKŞ'nin en önemli fonksiyonu, sukuk ihraç yapısının İslam hukukuna uygunluğunu sağlamasıdır. Bu kapsamda VKŞ, ihracın İslam hukukuna uygunluk açısından gerekli bir kuruluş olarak görülmektedir. Bunun dışındaki fonksiyonlar açısından asıl önemli olan fon kullanıcı ve kurucu olacaktır. İhracın finansal getirilerine ilişkin asıl beklenti kaynak kuruluştandır. İhracın İslami finans prensiplerine uygunluğunu sağlama görevi ise VKŞ'ye ait olacaktır. VKŞ'den bunun dışında bir beklentimiz olmayacaktır. Dayanak varlıklar açısından ise baktığımız husus VKŞ'nin kurucusudur. Zira sukuk ihraç yapısının sözleşmelerini yürütecek olan kurucunun çalışanlarıdır. Bu nedenle kurucunun operasyonel kapasitesi ve kurumsallığı bizce daha önemlidir. Örneğin işlemlerin İslami finans prensiplerine uygunluğunu değerlendirebilmesi kurucudan beklenmektedir. Bu hususla ilgilenmeyen ya da bu konuda bilgisi, yetkinliği olmayan bir kuruluşun iştiraki olan VKŞ'nin ihraçlarının, bu prensiplere uygun olması da beklenemeyecektir.

2-İhraca katılım kararında varlık kiralama şirketinin yapısı, sermayesi, yönetimi ve finansal tabloları gibi özellikleri dikkate alınmakta mıdır?

Bu konuda önce fon kullanıcının durumu ve daha sonra da kurucunun yukarıda işaret ettiğimiz özelliklerine bakılmaktadır. Bu çerçevede 3. Taraf ihraçlarında fon kullanıcının kredibilitesi ve fonların İslami finans prensiplerine uygun kullanımına dair değerlendirmeler de yapılmaktadır.

VKŞ'den beklenen husus, ihraca ilişkin sözleşmelerin kurgulanması ve ihracın sonuna kadar bu sözleşmelere riayet edilmesini ve operasyonun İslami finans prensiplerine uygun yürütülmesini sağlayabilmesidir. Bunları takip etme kapasitesi olmasını beklemekteyiz. Sadece kağıt üzerinde bir süreç kurması ve bunu taraflara anlatması yeterli olmayıp, varlıkların takibi, alacakların tahsili gibi bu sürecin tüm aşamalarını takip etmesi gerekir. Bu takip için yeterli insan kaynağı da olması gerekir.

3-İhraca katılım kararında, ihracın yapısı ve dayanak varlıkları incelenmekte midir?

İhracın yapısı incelenmekte ve danışma komitesinin bu anlamda onayı alınmaktadır. Bundan sonra asıl incelenen husus fon kullanıcının kredibilitesidir. Bu kredibilite zayıfsa dayanak varlıklar önem arz etmemektedir. Kredibiliteyle ilgili bir soru işareti varsa yapının türü de bizim için önemli değildir.

4-VKŞ'lerin, kaynak kuruluş ya da fon kullanıcılardan tamamen bağımsız birer yapı olarak kurulması hakkında değerlendirmeleriniz nelerdir? Bu kapsamda Sukuk ihracında görevli özel amaçlı kurumların farklı bir yapıya kavuşturulması hususunda değerlendirmeleriniz nelerdir?

VKŞ'nin kurucusunun kim olduğunun önemli olduğu kanaatindeyim. Kurucunun hem kredibilite hem de İslami finans prensiplerine uygunluğu gözetmesi beklenmektedir. VKŞ'leri fonlar şeklinde kurmamız halinde bunlar sadece bir aracı gibi hareket ederek, İslami finans prensiplerine uyumu önemsemeyebilirler ya da kredibilitesi daha düşük şirketlerin sukuk ihraçlarına aracılık yapan kurumlar ortaya çıkabilir. Bu da yatırımcının istemeyeceği bir durumdur. Bizim istediğimiz, kurucunun da itibar riskini düşünerek fon kullanıcısını seçiminde daha dikkatli olmasıdır. Bu anlamda mevcut durumdaki bankalarla olan sıkı bağlar yatırımcı için de daha güvenli olacaktır. Birkaç kötü örnek sektörün tamamına zarar verebilecektir.

Kurucu ile VKŞ arasındaki mevcut organik bağ, 3. Taraf ihraçlarında bir menfaat çatışması durumu söz konusu olabilir ve bu tür bir durumda yatırımcıdan önce kurucunun menfaatlerinin korunması yoluna gidilebilir. Bu da yatırımcı açısından olumsuz bir durum olacaktır. Bu nedenle biz yatırım yaparken, fon kullanıcısı 3. Kişinin kredibilitesini ayrıca ve dikkatle inceliyoruz. İhracı yapan VKŞ'nin kurucusunun banka olmasını dikkate almıyoruz. Zira olası bir temerrüt halinde asıl muhatabımızın fon kullanıcı olduğunu değerlendiriyoruz.

Aslında kurucu bankalar da fon kullanıcının temerrüdü halinde kendi sorumluluklarının söz konusu olmaması için fon kullanıcılarını daha dikkatle seçmeye çalışmaktadır.

Ancak VKŞ'nin, kendi kurucusu için sukuk ihraç ettiği işlemlerde kurucu, özellikle de bankalar, itibar riski nedeniyle yatırımcının alacaklarının ödenmesine öncelik verecektir kanaatindeyim.

5-Sukuk ihraçları, kendisinden beklenen faydaları sağlamakta mıdır? Bu faydaların elde edilmesine engel olabilecek hukuki ya da fiili durumlar olduğunu düşünür müsünüz?

Genel olarak İslami finans alanı gelişme çağında ve yapılacak çok işler olacaktır. Sukuk ise özellikle kaynak bulma ve yatırımcılar açısından bu alanın en önemli aracıdır. Sukuk alanında gelişme potansiyeli var ancak kanaatimce geliştirme yönünde yeterli çalışma yapılmamaktadır. Bu konuda özellikle ar-ge alanında yapılacak gelişmeler sektörü daha da geliştirecektir.

6-Sukûk işleminin esasen bir İslami finans ürünü olduğu ve dünyada da bu şekilde kabul edildiği nazara alındığında, SPK'nın ülkemizdeki sukûk ihraçlarında VKŞ'lere, İslami finans ilkelerine uyum sağlaması yönünde bir yönlendirme, zorlama ya da denetim yapmasını veya buna dair alt düzenlemeler ihdas etmesini nasıl değerlendirirsiniz?

Sukuk ihraçlarında bir kamu otoritesinin devreye girerek diğer paydaşların da kabul edeceği prensipler kurabilmesi daha uygun olur. SPK'nın onayladığı bir ihracın İslami finans prensiplerine uygunluğu da teyit edilmiş sayılırsa, her ihraç için ayrı danışma komitelerine müracaat ve farklı karar sorunlarından kaçınılmış olabilir. Buna örnek olarak daha önce her finans kuruluşunun bağımsız olarak yayınladığı katılım endeksine dâhil edilecek şirketlerin, artık Borsa İstanbul tarafından tek liste olarak yayınlanması gösterilebilir. Artık bu BİST listesine herkes riayet etmekte ve daha konu bir düzene girmiş olmaktadır. Burada belki bu incelemeyi SPK kendisi de yapmayabilir, örneğin TKBB Danışma Kurulu gibi merkezi bir kuruldan görüş alınmasını isteyebilir ve bu görüş alınmışsa işleme onay verebilir. Bu sayede süreç tüm tarafların kabul edebileceği bir yapıya kavuşmuş olur.

D-İslami Finans Alanında Danışma Komitelerinde Çalışan Uzmanlar İle Yapılan Görüşmeler

Görüşmeci – 12

1-Varlık kiralama şirketlerinin mevcut yapısını, kira sertifikası ihraçları açısından nasıl değerlendirirsiniz?

İslam hukuku açısından sukuk ihraçlarında VKŞ'lerin varlığı bir zorunluluk değildir. Sukuk yapısı oluşturulurken aslında varlığa dayalı menkul kıymet yapısı örnek alınmıştır. Bu yapıda SPV'ye varlık devrindeki temel amaç, yatırımcıyı korumaktır. SPV'ye devredilen varlıkların iflastan korunması

sağlanmaktadır. Bu açıdan bakıldığında, varlıkların devrine ihtiyaç olan sukuk ihraçlarında (icare sukuk gibi) İslam hukuku açısından VKŞ hiç olmasa da sukuk yapısı oluşturabilir. Ancak burada varlığın devredilmemesinin riskinden korunmak için varlığın doğrudan yatırımcıya devrine ilişkin bir yapı kurulması gerekecektir. Diğer ihraçlarda ise bir varlık devri de olmayacağından özel amaçlı kuruma ihtiyaç da kalmayacaktır. Bu ihraçlarda sadece yatırımcılar lehine teminat tesisi için bir özel amaçlı kuruma ihtiyaç olabilecektir.

2-VKŞ'lerin, kaynak kuruluş ya da fon kullanıcılardan tamamen bağımsız birer yapı olarak kurulması hakkında değerlendirmeleriniz nelerdir? Konuyu maliyet, varlıkların devri ve güven hususları açısından nasıl değerlendirirsiniz? Örneğin, TKBB gibi düzenleyici kuruluşlar bünyesinde bir özel amaçlı kuruluş oluşturulması hakkındaki görüşleriniz nelerdir?

VKŞ'nin varlığı bir zorunluluk olmadığından, fıkhi açıdan, VKŞ ile kurucu arasındaki organik bağın bir sorun oluşturmayacağı kanaatindeyim, zira aslında VKŞ olmasa da sukuk ihraç edilebilecektir.

Ancak sukûk ihracına ilişkin organizasyonu ve operasyonu yürütebilmek için ve çok sayıda yatırımcıyla işlemleri kolaylaştırmak için SPV yapısına ihtiyaç olacaktır. VKŞ yatırımcıları kaynak kuruluş nezdinde temsil eden bir fonksiyon icra etmektedir. Bu anlamda VKŞ'ler, fıkhi açıdan bir zaruret değil ancak bir ihtiyaç olarak karşımıza çıkmaktadır. Kaynak kuruluşun binlerce kişiyle ayrı ayrı muhatap olması da oldukça zordur. Yine örneğin kamu ihraçlarında, doğrudan yatırımcılara devretmek de problemli olacaktır. Bu açılardan da VKŞ'ler bir ihtiyaçtır.

Bu noktada VKŞ ile kurucu arasındaki bağımlılık ilişkisi, yatırımcıların menfaati açısından sorunlara yol açabilecektir. Bu kapsamda muhtemel çıkar çatışmalarının önlenmesi açısından varlık kiralama şirketinin bağımsızlığı da bir ihtiyaç olabilecektir. Nitekim uygulamada, VKŞ'lerdeki bağımsız üyelerin de aslında kurucularla bağımlılık ilişkisi olduğu gözlenmekte olup, yatırımcıların korunması açısından bağımsızlığa ihtiyaç olabilecektir.

Sukuk ihraçlarında varlık devirlerinde aslında karşı tarafın varlığı geri vereceğine dair bir güven ilişkisi bulunmaktadır. Burada karşıda çok sayıda yatırımcı bulunduğundan, bahse konu güveni tam olarak kurabilmek için SPV'nin bağımsız olması önem kazanacaktır. Bunun için kaynak kuruluşun kendi SPV'si yerine dışarıdan birinin bu fonksiyonu üstlenmesi tercih edilebilir. SPV'lerin, anonim şirket, fon ya da trust olması arasında bir fark olmayacağı kanaatindeyim. Bu tür ayrı bir yapı yerine herhangi bir noter ya da kuruluş da bu fonksiyonu üstlenebilir.

3-Varlık kiralama şirketlerince yapılan işlemlerin İslam hukuku prensipleri açısından denetlemesine dair mevcut uygulama (sadece ihraç anında icazet alınması) hakkında değerlendirmeleriniz nelerdir? Bu anlamdaki denetimin, dayanak varlıkların ihraç süresince izlenmesi, itfa işlemlerinin denetlenmesi gibi sürekli ve daha kapsamlı olması denetimin daha etkili olmasını sağlayabilir mi?

VKŞ'lere özel bir denetim fonksiyonu yüklenmesine gerek olmamalıdır. Sukuka dair danışma komitesi görüşlerine uyulup uyulmadığına dair kontrol yapılacaksa ya da yatırımcılar bu tür bir denetim istiyorsa bunun mutlaka VKŞ tarafından yapılması gerekmemelidir. Bu kontrol yatırımcıların danışma komiteleri ya da bağımsız denetçileri aracılığıyla ya da VKŞ'nin belirleyeceği bağımsız denetçiler eliyle yapılabilecektir. Yine kaynak kuruluşa aktarılan ihraç tutarının hangi alanlarda kullanıldığına dair bir denetimin de VKŞ'nin görevi olarak addedilmemesi gerekir. Zaten icare sukuk işleminde fon kullanıcıya aktarılan ihraç tutarı, devredilen mal bedeli mahiyetinde olacağından fon kullanıcının bu tutar üzerindeki tasarrufu konusunda denetime ihtiyaç olmayacaktır. Ortaklığa ya da yatırım vekaletine dayalı sukuk ihraçlarında ise faaliyet konusunun meşru alanlar olması gerekir. Bu konuda denetimi VKŞ ya da kaynak kuruluş yapabilir. Ancak kanaatimce VKŞ'nin yapması zorunlu olmamalıdır. Örneğin kaynak kuruluş kendi seçeceği bir bağımsız denetimle bu kontrolü yapabilir ya da VKŞ kendisi ya da bağımsız kişiler aracılığıyla bu denetimi yapabilir.

Görüşmeci - 13

1-Varlık kiralama şirketlerinin mevcut yapısını, kira sertifikası ihraçları açısından nasıl değerlendirirsiniz?

Sukûk, faizli menkul kıymetlere alternatif olarak çıkarılmış bir enstrümandır. Katılım bankaları bu enstrümanı kullanarak faizsiz yöntemlerle menkul kıymet ihracı gerçekleştirebilmektedir.

İslam hukuku açısından özel amaçlı şirketlerin sukûk ihraçlarındaki rolüne bakıldığında, bu tür bir şirketin sukûk ihracında aracı bir kurum olarak yer almasının fıkhen zorunlu olmadığı söylenebilir. Bu sadece kiralamaya dayalı icâre sukûk için değil, tüm sukûk türleri için geçerlidir. Fon kullanıcı, doğrudan sukûk ihraç ederek kendisine fon sağlayabilir. Sukûk ihraçlarında, aracı şirketlere bir rol verilmesi, fıkhî gereklilikten ziyade, daha çok iktisadi ve hukuki faydaları nedeniyledir.

Sukûk ihraçları için İslam hukuku açısından VKŞ'lerin varlığı bir zorunluluk veya aykırılık teşkil etmese de mevcut haliyle bu şirketlerle ilgili iki husus çok sorgulanır. Bunlardan biri bu şirketlerin tüzel kişiliği, diğeri bu şirketlerin

sûrîliğidir. Öncelikle şunu ifade edelim klasik İslam hukuku öğretisinde tüzel kişiliğe sahip şirket yapısı olmasa da İslam hukuku bu tür bir yapıya tamamen kapalı değildir. Zira İslam hukukunda örf, İslam'ın temel ilkelerine aykırı olmaması ve gerekli diğer şartları taşıması durumunda hukuki meselelerin çözümünde meşru bir kaynak olarak kabul edilmektedir. Günümüzde birçok İslam hukukçusu mevcut örfü dikkate alarak tüzel kişiliği, ayrı bir kişilik olarak kabul etmektedir. Dolayısıyla VKŞ'lerin, kurucularından bağımsız tüzel kişiler olarak kabulü, İslam hukukuna aykırı görülmeyebilir. Burada özellikle %100 iştirakler açısından tartışılabilecek bir durum söz konusudur. Zira bu yapıda söz konusu iştirakin malvarlığı tamamen kurucu tek ortağa ait olmaktadır. Ayrı hak ve sorumluluklara sahip olma açısından bu tür iştirakler bağımsızdır. Hukuken de ayrı kişilikler olarak kabul edilmektedir. Bu açıdan ayrı bir kişilik olduğu açıktır. Ancak tâbilik, metbûluk ilişkisi dikkate alındığında bu tür bir kişiliğin bağımsızlığı tartışılabilir.

VKŞ'lerin sûrîliği ile ilgili tartışmanın kaynağı, bunların aracı bir şirket olup, olağan şirketler gibi kâr elde etme amacıyla faaliyet göstermemeleri ve sukûk ihracı dışında ticari bir faaliyette bulunmamalarıdır. Yine malvarlığı üzerindeki tasarruf yetkileri de sınırlanmıştır. Bu anlamda VKŞ'ler, olağan bir şirket gibi değerlendirilmeyecektir. Bunlar normal şirketlerin finansman ihtiyacını karşılamak için menkul kıymet ihracını gerçekleştirmeye yetkili aracı kuruluş olarak kullanılmaktadır. Yatırım anlamında da VKŞ herhangi bir faaliyette bulunmamaktadır. Sadece ihraç bedelinin fon kullanıcıya, kârın da yatırımcılara ödenmesinde aracı konumdadır.

2-VKŞ'lerin, kaynak kuruluş ya da fon kullanıcılardan tamamen bağımsız birer yapı olarak kurulması hakkında değerlendirmeleriniz nelerdir? Konuyu maliyet, varlıkların devri ve güven hususları açısından nasıl değerlendirirsiniz? Örneğin, TKBB gibi düzenleyici kuruluşlar bünyesinde bir özel amaçlı kuruluş oluşturulması hakkındaki görüşleriniz nelerdir?

Hukuki ya da iktisadi ihtiyaçlar özel amaçlı kurumları ortaya çıkarmış olsa da İslami prensipler açısından bu şirketler denetim fonksiyonu üstlenebilir ve bu yolla taraflara güven sağlayabilir. Şu anki yapı denetim ve menfaatlerin korunması açısından güven vermemektedir. Mevcut durumda VKŞ ile kurucu arasındaki organik bağ nedeniyle, VKŞ'nin bu denetim fonksiyonunu yerine getirmesi mümkün olamayacaktır.

VKŞ'lerin, denetim fonksiyonunu yerine getirebilmesi için de bağımsız bir yapı kurulması gerekir. Zira VKŞ'nin en çok faydalı olacağı yön, denetim mekanizması olabilir ve bu açıdan bağımsız olması önemsenebilir. Fon kullanıcının,

yatırımcıdan alacağı parayı doğru ve katılım bankacılığı prensiplerine uygun kullandığının denetlenmesi gerekir. İşte bağımsız bir VKŞ'nin temel fonksiyonu bu olabilecektir. Bu da güven noktasında olumlu etkiye sahip olur. Bu açıdan VKŞ'nin kaynak kuruluştan da bağımsız olması önem kazanacaktır. VKŞ'nin konumu sadece aracılık olduğu için buna verilebilecek en doğru sorumluluk, yatırımcıların haklarının da (iktisadi ve İslami finans prensiplerine uyulması) korunması açısından, denetim ve kontrol vazifesi olacaktır. Böyle bir fonksiyonu icra edebilmesi için mutlaka bağımsız olması gerekir. Zira burada artık, aracılık dışında hem yatırımcı hem de fon kullanıcıya karşı sorumlulukları açısından bağımsız olmalıdır.

Burada birden fazla şirket mi olsun merkezi mi olsun tartışması yapılabilir. Bence kamu ya da yarı kamu niteliğini haiz, kamuyu bilgilendirme yapma yükümlülüğü olan ve denetlenen bir merkezi kuruluş daha uygun olacaktır. Yoksa zaten mevcut durumda yatırımcılar, VKŞ'leri tanımıyor ya da VKŞ'ye güvenerek yatırım yapmıyor. Fon kullanıcı ya da kaynak kuruluşu ve VKŞ kurucusunu nazara alarak yatırıma yöneliyor.

Birden fazla VKŞ, rekabeti ve bu rekabette kaliteyi getireceği için teorik olarak daha doğru bir yöntemdir. Ancak günümüzdeki icazetname ve uygulamalardaki farklılık ve dağınıklar göz önüne alındığında, merkezi tek bir VKŞ olmasının daha uygun olabileceğini değerlendirmekteyiz. Ancak tek merkezden sukûk ihracı yapılacaksa, bunu yapacak VKŞ'nin sukûk yapısı, yapının dayandığı fıkhi esaslar, ihraç bedelinin kullanıldığı alan gibi konularda denetlenmesi ve denetim sonuçlarının kamuya açıklanması gerekir. Bu denetim sayesinde mevcut kafa karışıklığı ortadan kaldırılabilir. Bu da işleyişe olan güveni arttırır. Bu güveni bağımsız, tek elden yürütülen ve denetlenen VKŞ sağlayabilir. Bu noktada TKBB, bir iştirak kurarak bu birliği sağlayabilir. Burada birlik sadece katılım bankalarının oluşturduğu bir birlik olduğu için bankalara bağımlı olduğu şeklinde bir eleştiri oluşabilir, ancak bu eleştiri, şeffaflıkla ortadan kaldırılabilir. İhraçtan itfaya kadar sürekli bilgilendirme ve denetimle bağımsızlığa yönelik eleştiriler ortadan kaldırılabilir.

Merkezi bir VKŞ ile ihraçlar, farklı kurumların birbirlerinin ihraçlarına yönelttiği itirazları ya da farklı kurumların yapılarının birbirine uymaması gibi sorunları önleyecektir.

3-Varlık kiralama şirketlerince yapılan işlemlerin İslam hukuku prensipleri açısından denetlemesine dair mevcut uygulama (sadece ihraç anında icazet alınması) hakkında değerlendirmeleriniz nelerdir? Bu anlamdaki denetimin, dayanak varlıkların ihraç süresince izlenmesi, itfa işlemlerinin denetlenmesi gibi sürekli ve daha kapsamlı olması denetimin daha etkili olmasını sağlayabilir mi?

Sukuk ihraçlarında, ihraçtan sonra sermayenin, önerilen yapıya uygun olarak çalıştırılıp çalıştırılmadığı denetlenmemektedir. Bu durum bir güven eksikliğine

yol açmaktadır. Kurumsal yönetim açısından, kişilere güven yerine, bu konularda denetim mekanizmaları kurulmalıdır. Denetim ve şeffaflık, mutlaka kurulması gereken bir sistemdir. Bu noktada VKŞ'ye şu iki görev verilebilir: 1) Sukuk ihraç sürecinin katılım finans ilkelerine uygun yürütülmesi 2) İhraçtan sonra sermayenin İslami finans ilkelerine uygun değerlendirilip değerlendirilmediği. Bunun için Tebliğ'de değişiklikler yapılabilir. VKŞ bağımsız olarak kurgulanabilir ve süreçlerin İslami finans prensiplerine uygunluğunu izleyerek, bunu kamuya açık raporlar haline getirebilir. Buradaki şeffaflık ve denetim ihtiyacı Kamu güvenliğinin gerektirdiği zorunlu durumlar hariç Hazinenin ihraç ettiği kira sertifikaları için de geçerlidir. Zira bu ihraçlarda, dayanak taşınmazların tapu devirleri yapılacağı ifade edilmekteyse de Hazine, hangi varlıkları ihraca dayanak gösterdiğini açıklamamaktadır.

Eğer VKŞ mevcut haliyle kalacaksa, sadece aracı bir şirket olması, fonu çalıştırma ve diğer operasyonlarda önemli herhangi bir rolü olmaması sebebiyle doğrudan onun denetlenmesi çok fazla bir şey ifade etmeyecektir. Burada asıl denetlenmesi gereken kuruluş fonu işleten fon kullanıcısı ile sukûk ihraç süreçlerini yürüten taraflar olmalıdır.

Dr. Ümit AKKAYA

SUKUK İHRACINDAKİ ÖZEL AMAÇLI KURUMLAR (VARLIK KİRALAMA ŞİRKETLERİ)

Çalışmamızda, sukûk ihraçlarını gerçekleştiren özel amaçlı kurumlar incelenmiştir. Bu kapsamda Türk hukukunda varlık kiralama şirketi (VKŞ) olarak kurulan özel amaçlı kurumların ortaya çıkma nedenleri, temel özellikleri, hukuki yapısı, fonksiyonları, tabi oldukları mevzuat ile sukûk ihracı yoluyla sağladıkları mikro ve makro iktisadi faydalar üzerinde durulmuştur. Çalışmamızda nitel araştırma yöntemlerinden derinlemesine mülakat yöntemi kullanılmıştır. Araştırmamız için Türkiye'de ve yurtdışında sukûk ihraçlarında görevli hukukçular, varlık kiralama şirketi yetkilileri, ihraçların İslami finansa uygunluğunu denetleyen uzmanlar ile yatırımcı şirket yetkilileri ile derinlemesine mülakatlar yapılmıştır. Bu mülakatlarda, varlık kiralama şirketlerine ilişkin sorunlar ile bunların çözüm yöntemleri hakkında uzmanların görüş ve değerlendirmeleri çalışmaya aktarılabilmiştir. Araştırmamızın sonunda Türkiye'de tek kişilik anonim şirket olarak faaliyet gösteren özel amaçlı kurumların, yatırımcılar ve kurucu finansal kurumlar ile olan ilişkilerinin hukuki ve iktisadi nitelikleri hakkında bir çerçeve çizilmiştir. Bu çerçevede kurucu ile varlık kiralama şirketi arasındaki sıkı organik ilişki başta olmak üzere, bu ilişkilerden kaynaklanabilecek hukuki ve finansal sorunlar tespit edilmiş ve bu sorunların çözümüne ilişkin görüş ve önerilere yer verilmiştir. Nihayetinde bu tespit ve değerlendirmeler kapsamında özel amaçlı kurumların bağımsız bir yapıya kavuşturulması yoluyla anılan sorunların en aza indirilmesinin mümkün olabileceği sonucuna varılmıştır.

YERLİ ÜRETİM

9 786259 838304