

**T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İSLAM İKTİSADI VE FİNANSİ ANABİLİM DALI**

DOKTORA TEZİ

**ALTYAPI YATIRIMLARININ MEVCUT
FİNANSMAN MODELLERİ İLE SUKUK
FİNANSMAN MODELİNİN MUKAYESELİ
ANALİZİ**

**Erhan BAHTİYAR
2502150473**

**Tez Danışmanı
Prof. Dr. Servet BAYINDIR**

İSTANBUL – 2021

ÖZ

ALTYAPI YATIRIMLARININ MEVCUT FİNANSMAN MODELLERİ İLE SUKUK FİNANSMAN MODELİNİN MUKAYESELİ ANALİZİ

Erhan BAHTİYAR

Günümüzde otoyollar, havaalanları, köprüler, limanlar, metrolar, demiryolları, hastaneler, toplumsal amaçlı binalar, okullar, içme suyu hatları ve enerji santralleri vb. birçok yatırım altyapı yatırımları kapsamında değerlendirilmektedir. Bu sebeple, altyapı yatırımları devletlerin iktisadi ve sosyal gelişiminde kritik öneme haizdir. Büyük tutar ve uzun vade gerektiren altyapı yatırımlarının sınırlı finansman kaynaklarıyla karşılanması ise ülkeler açısından önemli bir sorun teşkil etmektedir. Bu doğrultuda, gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelerde altyapı yatırımlarının finanse edilmesi amacıyla birçok finansman modeli geliştirilmiştir.

Bu çalışmanın ilk bölümünde Dünya’da ve ülkemizde mevcut durumun ve sorunların tespit edilmesi amacıyla altyapı yatırımlarında kullanılan 30 farklı faizli ve/veya faizsiz finansman modeli detaylı olarak incelenmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde faizsiz finansman modelleri arasında odağımızda yer alan Sukuk’un Türkiye’de kamu altyapı projelerinin finansmanı amacıyla kullanılması üzerine mevcut durum ve yürürlükteki yasalar incelenmiştir. Bu veriler ışığında İslamî prensiplere uygun biçimde Sukuk’un ülkemizde uygulanması adına karşılaşılan sorunlar tespit edilmiştir.

Çalışmamızda takip edilen mukayeseli analiz yöntemi ve akabinde gerçekleştirilen derinlemesine mülakatlar sonucunda ülkemizde ihracı mümkün olan sukuk finansman modelinin kamu tarafından nasıl hayata geçirilebileceği üzerinde durulmuştur. Bu noktada Türkiye Varlık Fonu (TVF) üzerinde odaklanılmış ve önerilen sukuk finansman modellerinin TVF tarafından kamu altyapı projelerinin finansmanı amacıyla kullanılmasının mümkün olduğu kanaatine ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Altyapı Yatırımı, Sukuk, Finansman Modeli, Borçlanma Araçları, Hibrit, Özkaynak, Faizli Finansman, Faizsiz Finansman, Varlık Fonu.



ABSTRACT

A COMPARATIVE ANALYSIS OF THE CURRENT FINANCE MODELS OF INFRASTRUCTURE INVESTMENTS AND THE SUKUK FINANCE MODEL

Erhan BAHTIYAR

Today, highways, airports, bridges, ports, subways, railways, hospitals, social buildings, schools, drinking water lines and power plants, etc. many investments are evaluated within the scope of infrastructure investments. For this reason, infrastructure investments have a critical importance in the economic and social development of states. The fact that large amounts and long-term infrastructure investments are met with limited funding sources poses a significant problem for countries. In this direction, many financing models have been developed in order to finance infrastructure investments in developed or developing countries.

In the first part of this study, 30 different interest and/or interest-free financing models used in infrastructure investments are examined in detail in order to determine the current situation and problems in the world and in our country. In the second part of the study, the current situation and the laws in force on the use of Sukuk, which is our focus among interest-free financing models, for the financing of public infrastructure projects in Turkey were examined. In the light of these data, the problems encountered in the application of Sukuk in our country in accordance with İslamîc principles have been determined.

As a result of the comparative analysis method followed in our study and than in-depth interviews that followed, how the sukuk financing models that can be realized in our country by the public are emphasized. At this point, the focus was on the Turkey Wealth Fund (TWF) and it was concluded that the proposed sukuk financing models could be used by TWF for the financing of public infrastructure projects.

Keywords: Infrastructure Investment, Sukuk, Financing Model, Debt Instruments, Hybrid, Equity, Interest Financing, Interest-Free Financing, Wealth Fund.



ÖNSÖZ

Altyapı yatırımı, devletlerin kalkınma sürecinin olmazsa olmaz şartıdır. Altyapı yatırımları genelde kamu otoriteleri tarafından gerçekleştirilirken özellikle 20. Yüzyıl'ın son çeyreğinden itibaren Kamu-Özel İşbirliği kapsamında da gerçekleştirilmeye başlanmıştır. Bu süreçte başvuru alan finansman modellerinden biri de faizsiz finansmandır. Özellikle Türkiye’de altyapı yatırımlarının islamî prensipler ışığında faizsiz finansman modelleri kullanılarak gerçekleştirilmesi üzerine akademik çalışma ise neredeyse yok denecek kadar azdır.

Altyapı yatırım projelerinde kullanılan faizli veya faizsiz finansman modelleri temelde üç ana başlık altında borçlanma, hibrit (mezzanine) ve özkaynak olarak toplanmaktadır. Bu tez çalışmasında her akademik çalışmada olduğu gibi biz de bir kısım kısıtlar ile karşılaştık. Özellikle ülkemizde faizsiz sukuk uygulamalarını tüm yönleriyle kapsayan bir mevzuatın olmaması ve örnek uygulamalara rastlayamamız en önemli engellerdendi. Bir diğer zorlandığımız nokta yabancı dildeki kavramların Türkçe’deki karşılığı idi. Bu bağlamda, tezimize ilişkin modeller açıklanırken finans alanındaki birçok proje finansman teriminin İngilizce kökenli olması ve Türkçe’de henüz tam olarak karşılığının netleşmemiş olması sebebiyle çalışmamızın dipnotlar bölümünde terim kullanıldıkça İngilizce karşılıklarıyla yer verilmiştir.

Bu tez çalışmasında altyapı yatırımlarının finansmanında en sık kullanılan faizli modeller olan kredi, tahvil ve hibrit ile varlık temelli sukuk finansman modeli ve varlığa dayalı sukuk finansman modelinin mukayeseli analizi gerçekleştirilecektir. Sukuk’un Türkiye’de altyapı yatırımlarında uygulanabilirliği ve sağlayacağı faydalarla birlikte mevcut yasa ve mevzuat kapsamında kamunun bu modeli nasıl hayata geçirebileceği araştırılmaya muhtaçtır. Bu doğrultuda mevcut durumun tüm yönleriyle ortaya konulması amacıyla derinlemesine mülakatlar gerçekleştirilecektir.

Sukuk finansman modelinin özünde yatan faizsizlik ilkesine bağlı kalınarak gerçekleştirilebileceği yeni bir uygulama alanı Türkiye Varlık Fonu’nun kuruluşuyla mümkün hale gelmiştir. Bu çalışma ile kamu altyapı yatırımlarının TVF aracılığıyla

sukuk finansman modeli kullanılarak gerçekleştirilmesi önerilmiş ve böylece literatüre katkı sağlanması amaçlanmaktadır.

Tez çalışmam boyunca değerli fikirleri ve yönlendirmeleriyle katkı sunan kıymetli hocalarım Dr. İbrahim SİRMA ve Prof. Dr. Turan EROL'a ilgi ve anlayışları için çok teşekkür ederim. Tez danışmanım ve değerli hocam Prof. Dr. Servet BAYINDIR'a çalışmalarım boyunca gösterdiği yakın ilgi, destek ve daha iyiye ulaşmam yönündeki tavsiyeleri için şükranlarımı sunuyorum. Ayrıca, finans sektöründe ve akademik camiada çalışmama katkı sağlayan, yön veren herkese sonsuz teşekkür ediyorum.

Tüm hayatım boyunca bana doğru yolu gösteren, sevgi, şevkat ve ihtimamla beni büyüten ve her zaman dualarıyla yanımda olan sevgili babam ve annem, her zaman desteğini hissettiğim kardeşim olmak üzere değerli aileme minnet ve şükranlarımı sunuyorum. Özellikle, doktora öğrenimim ve yoğun çalışma sürecim boyunca tüm özverisiyle her zaman yanımda olan ve desteğini hiçbir zaman esirgemeyen sevgili eşim Elif'e ve biricik kızım Nisa'ya en içten dileklerimle teşekkür ediyorum.

Erhan BAHTİYAR

İSTANBUL, 2021

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	ii
ABSTRACT	iv
ÖNSÖZ.....	vi
İÇİNDEKİLER	viii
TABLolar LİSTESİ.....	xiii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xiv
GRAFİKLER LİSTESİ.....	xv
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xvi
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ALTYAPI YATIRIMLARINDA KULLANILAN FİNANSMAN MODELLERİ

1.1. Günümüzde Altyapı Yatırımlarında Başvurulan Faizli Finansman Modelleri ...	16
1.1.1. Borçlanma Araçları ile Gerçekleştirilen Altyapı Yatırım Finansman Modelleri	18
1.1.1.1. Doğrudan Kredi Temini ile Gerçekleştirilen Altyapı Yatırım Finansman Modelleri	18
1.1.1.1.1. Kurumsal Finansman Kredisi	20
1.1.1.1.2. Proje Finansman Kredisi	21
1.1.1.2. Tahvil İhracı ile Gerçekleştirilen Altyapı Yatırım Finansman Modelleri	22
1.1.1.2.1. Devlet Tahvili	25
1.1.1.2.2. Yerel Yönetim Tahvili	27
1.1.1.2.3. Özel Sektör Tahvili	29
1.1.1.2.4. Yeşil Tahvil.....	31

1.1.2. Hibrit Finansman (Mezzanine) ile Gerçekleştirilen Altyapı Yatırım Finansman Modelleri.....	34
1.1.2.1. Sermaye Benzeri Kredi ve Tahvil.....	37
1.1.2.2. Hisse Senedine (Paya) Dönüştürülebilir Tahvil	38
1.1.2.3. Varanlı Borçlanma Araçları.....	39
1.1.2.4. İmtiyazlı Paylar (Hisse Senetleri).....	40
1.1.3. Özkaynak Finansmanı ile Gerçekleştirilen Altyapı Yatırım Finansman Modelleri	41
1.1.3.1. Halka Arz Yöntemiyle Gerçekleştirilen Finansman Modelleri	43
1.1.3.1.1. Hisse Senedi İhracı	43
1.1.3.1.2. Altyapı Yatırım Fonu	45
1.1.3.1.3. Master Limited Ortaklıklar (MLO).....	46
1.1.3.1.4. Altyapı Yatırım Ortaklığı.....	47
1.1.3.1.5. Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	49
1.1.3.2. Halka Arz Edilmeksizin Gerçekleştirilen Finansman Modelleri.....	50
1.1.3.2.1. Halka Arz Edilmemiş Altyapı Yatırım Fonları.....	51
1.1.3.2.2. Halka Arz Edilmemiş Altyapı Yatırım Ortaklığı.....	52
1.1.3.2.3. Doğrudan Altyapı Yatırımı	53
1.2. Günümüzde Altyapı Yatırımlarında Başvurulan Faizsiz Finansman Modelleri. 54	
1.2.1. İstisna Finansman Modeli	54
1.2.2. İcare Finansman Modeli	58
1.2.3. Müşareke Finansman Modeli	60
1.2.4. Mudarebe Finansman Modeli.....	61
1.2.5. Sukuk Finansman Modeli.....	63
1.2.5.1. İcare Sukuk Finansman Modeli	64
1.2.5.2. Müşareke Sukuk Finansman Modeli	67
1.2.5.3. Mudarebe Sukuk Finansman Modeli.....	70
1.2.5.4. İstisna Sukuk Finansman Modeli.....	71
1.2.5.5. Murabaha Sukuk Finansman Modeli.....	74
1.2.5.6. Hibrit Sukuk Finansman Modeli	75
1.2.5.7. Yeşil Sukuk Finansman Modeli	78
1.3. Türkiye’de Altyapı Yatırımlarında Başvurulan Finansman Modelleri.....	80
1.3.1. Faizli Finansman Modelleri.....	82

1.3.1.1. Doğrudan Kredi Temini ile Gerçekleştirilen Altyapı Yatırım Finansman Modelleri	82
1.3.1.1.1. Kurumsal Finansman Kredisi	83
1.3.1.1.2. Proje Finansman Kredisi	83
1.3.1.2. Tahvil İhracıyla Gerçekleştirilen Altyapı Yatırımları Finansman Modelleri.....	91
1.3.1.2.1. Devlet Tahvili	93
1.3.1.2.2. Yerel Yönetim Tahvili	94
1.3.1.2.3. Yeşil Tahvil.....	96
1.3.1.3. Halka Arz Yöntemiyle Gerçekleştirilen Altyapı Finansman Modelleri	97
1.3.1.3.1. Hisse Senedi İhracı	98
1.3.1.3.2. Altyapı Yatırım Ortaklığı.....	98
1.3.1.3.3. Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı.....	99
1.3.1.4. Halka Arz Edilmeksizin Gerçekleştirilen Altyapı Finansman Modelleri	101
1.3.1.4.1. Gayrimenkul Yatırım Fonu.....	102
1.3.1.4.2. Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	103
1.3.2. Faizsizlik İlkesi Altında Gerçekleştirilen Finansman Modelleri.....	105
1.3.2.1. Gelir Ortaklığı Senetleri	105
1.3.2.2. İstisna Finansman Modeli.....	107

İKİNCİ BÖLÜM

SUKUK’UN TÜRKİYE’DE ALTYAPI YATIRIMLARI FİNANSMAN MODELİ OLARAK KULLANILABİLİRLİĞİ

2.1. Sukuk’un Türkiye’de Altyapı Yatırımlarında Finansman Modeli Olarak Kullanılması	109
2.1.1. Sukuk’un Altyapı Yatırımlarında Türkiye’deki Mevcut Durumu	110
2.1.2. Türkiye’de Altyapı Yatırımlarında Uygulanan ve Uygulanabilecek Sukuk Finansman Modelleri.....	114
2.1.2.1. İcare Sukuk Finansman Modeli ile Gerçekleştirilmesi Mümkün Projeler.....	115

2.1.2.2. Müşareke ve Mudarebe Sukuk Finansman Modeli ile Gerçekleştirilmesi Mümkün Projeler.....	116
2.1.2.3. İstisna Sukuk Finansman Modeli ile Gerçekleştirilmesi Mümkün Projeler.....	119
2.1.2.4. Hibrit Sukuk Finansman Modeli ile Gerçekleştirilmesi Mümkün Projeler.....	120
2.1.3. Sukuk Finansman Modellerinin Kamu ve Özel Sektör Mevcut Uygulama Sorunları	122
2.1.4. Sukuk Finansman Modelini İlgilendiren Kuruluşlar ve Yatırım Ortamının Değerlendirilmesi	124

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ALTYAPI YATIRIMLARININ FİNANSMAN MODELLERİ İLE SUKUK FİNANSMAN MODELİNİN MUKAYESELİ ANALİZİ

3.1. Türkiye’de Altyapı Yatırımları Faizli Finansman Modelleri İle Sukuk Finansman Modelinin Mukayeseli Analizi.....	127
3.1.1. Doğrudan Kredi Temini ile Gerçekleştirilen Altyapı Yatırım Finansman Modeli ve Sukuk Finansman Modeli	131
3.1.2. Tahvil İhracıyla Gerçekleştirilen Altyapı Yatırımları ve Sukuk Finansman Modeli	134
3.1.3. Hibrit Gerçekleştirilen Altyapı Yatırım Finansman Modelleri ve Sukuk Finansman Modeli.....	137
3.1.4. Türkiye’de Altyapı Yatırımlarının Mevcut Faizli Finansman Modelleri ile Sukuk Finansman Modelinin Mukayeseli Analiz Değerlendirmesi.....	140
3.1.5. Türkiye’de Altyapı Yatırımları’nın Sukuk Finansman Modeli ile Gerçekleştirilmesi Üzerine Derinlemesine Mülakatlar	141
3.1.6. Türkiye’de Altyapı Yatırımları’nın Sukuk Finansman Modeli ile Gerçekleştirilmesi Üzerine Genel Değerlendirme	162
3.2. Türkiye’de Altyapı Yatırımlarında Uygulanması Mümkün Finansman Modeli Önerisi	164
3.2.1. Türkiye Varlık Fonu	165
3.2.2. Türkiye Varlık Fonu Aracılığıyla Faizsiz Finansman Modeli (Sukuk) Önerisi	168

SONUÇ.....	177
KAYNAKÇA.....	179
EKLER.....	193
ÖZGEÇMİŞ.....	200



TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo G.1: Altyapı Hizmet Sektörleri.....	6
Tablo G.2: Sukuk'un Ana Gelişim Aşamaları	12
Tablo 1.1: Altyapı Finansmanı Araçları ve Ürünlerin Tasnifi	16
Tablo 1.2: Tahvil ve Kredi Finansman Modelinin Karşılaştırılması	24
Tablo 1.3: Hibrit (Mezzanine) Finansman Modelinde İhraç Edenin Ödeme Önceliği ..	35
Tablo 1.4: Yatırımcı ve İhraç Eden Açısından Finansman Modelleri	36
Tablo 1.5: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı Tarafından Verilen Hazine Garantileri	87
Tablo 1.6: Hazine Borç Üstlenim Taahhüdü Verilen KÖİ Projeleri.....	90
Tablo 1.7: Ankara Büyükşehir Belediyesi Tarafından İhraç Edilen Tahviller.....	95
Tablo 1.8: TSKB Yeşil Tahvil ile Finanse Edilen Projeler	97
Tablo 3.1: Türkiye'de Altyapı Yatırımlarının Finansman Modelleri ve Sukuk Finansman Modeli Mukayeseli Analizi	128

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1: Kurumsal Finansman Kredisi.....	20
Şekil 1.2: Proje Finansman Kredisi	22
Şekil 1.3: Devlet Tahvil İhracı.....	26
Şekil 1.4: Gelir Tahvil İhracıyla Altyapı Yatırım Projesi Finansmanı.....	29
Şekil 1.5: Özel Sektör Tahvil İhracıyla Altyapı Yatırım Projesi Finansmanı.....	31
Şekil 1.6: Yeşil Tahvil İhracıyla Altyapı Yatırım Projesi Finansmanı.....	33
Şekil 1.7: Sermaye Benzeri Tahvil ve Kredi Finansmanı	38
Şekil 1.8: Global Altyapı Şirketler Endeksi ve Piyasa Endeksi Performans Karşılaştırması.....	44
Şekil 1.9: Master Limited Ortaklık Modeli	47
Şekil 1.10: Altyapı Yatırım Ortaklık Modeli.....	48
Şekil 1.11: Altyapı GYO Modeli.....	50
Şekil 1.12: YİD ve İstisna Finansman Modeli	56
Şekil 1.13: İcare Sukuk Finansman Modeli.....	65
Şekil 1.14: Müşareke Sukuk Finansman Modeli.....	68
Şekil 1.15: İstisna Sukuk Finansman Modeli	72
Şekil 1.16: İstisna-İcare (Hibrit) Sukuk Finansman Modeli.....	76
Şekil 1.17: KÖİ Yatırım Tutarlarının Sektörlere Göre Dağılımı.....	81
Şekil 2.1: Türkiye’de Yıllara Göre Katılım Bankaları’nın TL Sukuk İhraçları	113
Şekil 2.2: Hazine Bakanlığı İcare Sukuk İhracı	116
Şekil 3.1: Hazine Bakanlığı İcare Sukuk İhracı	174

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1.1: Türk Bankacılık Sektöründe Kredi ve Menkul Kıymet Dağılımı.....	92
Grafik 3.1: Türkiye Varlık Fonu Portföyü.....	168



KISALTMALAR LİSTESİ

AAOIFI	: Faizsiz Finans Kuruluşları Muhasebe ve Denetleme Kurumu
AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BİST	: Borsa İstanbul
CEB	: Avrupa Konseyi Kalkınma Bankası
EIB	: Avrupa Yatırım Bankası
EDB	: Avrupa Kalkınma Bankası
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
GES	: Gelire Endeksli Senet
GOS	: Gelir Ortaklığı Senedi
GYO	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
HDT	: Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahvil
HGÖG	: Hazine Geri Ödeme Garantisi
IIFM	: Uluslararası İslami Finans Pazarı
İKB	: İslam Kalkınma Bankası
İBB	: İstanbul Büyükşehir Belediyesi
KOF	: Kamu Ortaklığı Fonu
KÖİ	: Kamu Özel İşbirliği
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TCKB	: Türkiye Cumhuriyeti Kalkınma Bakanlığı
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TSKB	: Türk Sınai Kalkınma Bankası
TKKB	: Türkiye Katılım Bankaları Birliği
TVF	: Türkiye Varlık Fonu
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
OIC	: İslam İşbirliği Teşkilatı
ÖAŞ	: Özel Amaçlı Şirket
UFRS	: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları

UKF	: Ulusal Kalkınma Fonu
UVF	: Ulusal Varlık Fonu
VKŞ	: Varlık Kiralama Şirketi
YİD	: Yap-İşlet-Devret
YY	: Yüzyıl



GİRİŞ

METODOLOJİ VE İLGİLİ KAVRAMLAR

1. ARAŞTIRMANIN AMACI, YÖNTEMİ VE KAPSAMI

Altyapı yatırımı, İlk Çağ (M.Ö. 4000) dönemindeki uygarlıklar tarafından inşa edilen yollar ve sulama kanallarıyla birlikte ortaya çıkmış bir olgudur. Bugün itibariyle altyapı yatırımları toplumların iktisadi ve sosyal alandaki gelişimine katkı sağlarken birçok farklı unsuru da harekete geçiren bir lokomotif vazifesi görmektedir. Bu noktada, devletler açısından altyapı yatırımları gerçekleştirilmeden diğer yatırım ve kalkınma hamlelerinin gerçekleştirilmesinin pek mümkün olmadığı kabul edilmektedir.

Dünya nüfusundaki artışa paralel olarak başta sosyal, iktisadi ve teknolojik olmak üzere birçok alanda altyapı yatırımlarına duyulan ihtiyaç her geçen gün daha da artmaktadır. Bu ihtiyacın yalnızca devlet bütçe kaynaklarıyla finanse edilmesi sürdürülebilir görünmemektedir. Bir başka ifadeyle geçmişte altyapı yatırımlarının finansmanı için yalnızca kamu kaynakları yeterliyken günümüzde kamu ve/veya özel sektörün iştirakiyle temin edilen kaynakların kullanılmasına ihtiyaç doğmuştur. Günümüzde gelişmekte olan ülkelerde KÖİ kapsamındaki altyapı yatırım projelerinin %67’lik kısmı ağırlıklı krediler olmak üzere borçlanma araçlarıyla, %31’lik kısmı ise özkaynaklarla finanse edilmektedir. Finansman kaynaklarına bakıldığında ise %41’lik kısmının yurtdışından temin edildiği anlaşılmaktadır.¹ Bu doğrultuda kaynak ihtiyacına cevap verebilmek adına yeni geliştirilen finansman modelleri ve farklı finansman model arayışları da bu sürecin ayrılmaz parçasıdır. Buna ek olarak, ülkelerin sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi de bu süreci etkileyen diğer bir

¹ Dünya Bankası, “Private Participation in Infrastructure 2019 Annual Report”, (Çevrimiçi), <https://ppi.worldbank.org/>, 20 Şubat 2021

faktördür. Sonuç olarak kullanılacak finansman modelinin doğru seçimi kamu yararına hizmet eden altyapı yatırım projeleri açısından kritik öneme sahiptir.

İslam medeniyeti diğer alanlarda olduğu gibi yatırımların finansmanı noktasında da kendine özgü prensipleri sayesinde diğer medeniyetlerden ayrılmaktadır. Bu doğrultuda, faiz haram kılınmış, meşru alanlara yönelik yatırımların ancak risk paylaşım esasına dayanan ortaklık yöntemiyle finansmanı önerilmiştir. Özü itibarıyla meşru altyapı yatırımlarının finansmanında da İslamın bu ilkelerinin dikkate alındığı finansman modelleri geliştirilmeye çalışılmaktadır. Özellikle, 20. Y.Y. ortasından itibaren faizsiz finans kurumlarının öncülüğünde faizsiz finansman sisteminin gelişimi de hızlanmıştır.

Türkiye’de ise bu süreçte özellikle 1970’li yıllardan itibaren faizsizlik ilkesi altında birçok finansman modelini altyapı yatırımlarında hayata geçirilmiştir. Bununla birlikte son dönemde Yap-İşlet-Devret (YİD) kapsamında gerçekleştirilen altyapı projelerinde “istisna finansman modeli” başta olmak üzere islamî finansman prensipleriyle uyumlu modellerin kullanıldığı görülmektedir. Ülkemizde ve diğer müslüman ülkelerde Sukuk’a, varlığa sahiplik hakkı tanıyan özgün yapısıyla, modern finans piyasalarında altyapı yatırımlarındaki finansman ihtiyacının karşılanması için başvurulduğu görülmektedir. Ancak ülkemizde kamu otoritesi tarafından bugüne kadar bu modele başvurulmamış olması dikkat çekicidir.

Bu çalışmanın amacı; altyapı yatırımlarında kullanılan mevcut finansman modelleri ile sukuk finansman modelinin mukayeseli analizinin yapılması ve ülkemiz kamu altyapı yatırımlarının finansmanında sukuk’un bir finansman modeli olarak nasıl kullanılabileceğinin ortaya konulmasıdır. Buradan hareketle çalışmanın hipotezi (H) ve bu hipotezi destekleyen alt hipotezler (H1,H2) şu şekildedir:

H: Altyapı yatırımlarında en sık başvurulmuş kredi ve tahvil modellerine nazaran sukuk finansman modeli bu yatırımlar açısından daha uygundur.

H1: Türkiye’de kamu altyapı yatırımlarının finansmanında islamî prensiplere uygun sukuk finansman modelinin kullanılması mevcut yasalar dâhilinde mümkündür.

H2: Türkiye Varlık Fonu tarafından sukuk finansman modeliyle kamu altyapı yatırımlarının finansmanının gerçekleştirilmesi mümkündür.

Tez çalışmamızda kurumsal ve bireysel düzeyde ortaya konulmuş olan birçok kaynağa başvurulmuştur. Altyapı yatırımlarının finansmanında kullanılan faizli ve faizsiz finansman modellerinin tespiti ve ilgili kavramların netleştirilmesi adına Dünya Bankası, Avrupa Yatırım ve Kalkınma Bankası (EBRD), Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD), Faizsiz Finans Kuruluşları Muhasebe ve Denetleme Kurumu (AAOIFI), Sermaya Piyasası Kurulu (SPK) vb. birçok kurum ve ilgili alanda uzman tarafından yayımlanan çok sayıdaki makale ve rapordan yararlanılmıştır. Ayrıca, bu alanda yer alan kısıtlı sayıdaki yüksek lisans ve doktora tezlerinden de istifade edilmiştir. Çalışma alanımızda yer alan birçok dilde eserden istifade edilmiş olup, ilgili eserler kaynakçada belirtilmiştir. Bununla birlikte, Türkçe kaynak sayısının yetersiz olduğu ve ülkemizde kamu altyapı yatırımlarına yönelik sukuk ihraç tecrübesinin olmaması yeterli veri kısıtı olarak karşımıza çıkmıştır. Yapılan bilimsel çalışmalara ek olarak ülkemizdeki konuya ilişkin mevcut yasa, yönetmelik ve tebliğler kapsamlı olarak incelenmiştir. Ülkemizde yer alan faizli ve faizsiz bankalar, Türkiye Varlık Fonu ve Portföy Yönetim Şirketleri ziyaret edilmiş ve ihtiyaç duyulan bilgilere ve dokümanlara ulaşılmaya çalışılmıştır. Ayrıca, çalışmamızla ilgili alanda uygulayıcı konumunda yer alan sektör temsilcileriyle derinlemesine mülakatlar gerçekleştirilmiştir. Bu veriler ışığında çalışmamızda nitel ve nicel araştırma yöntemlerini kapsayan karma araştırma yöntemi kullanılmıştır.

Çalışmamız giriş ve üç ana bölümden oluşmaktadır. Giriş kısmı kendi içinde üç alt başlığa ayrılmış olup ilk kısımda araştırmanın amacı, yöntemi ve kapsamı açıklanmıştır. Konunun izahı açısından “Altyapı Yatırımı” ve “Sukuk” kavramlarına ayrı iki alt başlık halinde yer verilmiştir. Kavram olarak açıklandıktan sonra altyapı yatırımı gerçekleştirildiği sektörler, özellikleri ve iktisadi etkileri açısından kısaca açıklanmıştır. İkinci olarak ise “Sukuk” kavramı açıklanmış, daha sonra sukukun tarihsel gelişim süreci ve günümüzde kullanılan haliyle yapısal özellikleri genel hatlarıyla ortaya konulmuştur.

Birinci bölümde, Dünya’da altyapı yatırımlarında kullanılan faizli, faizsiz finansman modelleri ve Türkiye’de geçmişten günümüze altyapı yatırımlarında başvurulmuş finansman modelleri üç alt başlıkta ele alınmıştır. Bu bölümde Dünya’da ve Türkiye’de altyapı yatırımlarında kullanılan 30 farklı faizli ve faizsiz finansman modeli açıklanmıştır. İlgili finansman modelleri şekiller ve uygulama örnekleriyle birlikte ayrıntılı olarak ortaya konulmuştur.

İkinci bölümde, Sukuk’un ülkemizde altyapı yatırımlarında finansman modeli olarak kullanılmasına yönelik mevcut durum belirlenmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda Türkiye’de Sukuk’un altyapı yatırımlarındaki kullanım alanına ait yürürlükteki yasalar, yönetmelikler, tebliğler ve farklı sukuk türleri ile gerçekleştirilmiş veya gerçekleştirilmesi mümkün projeler örneklerle açıklanmıştır.

Üçüncü ve son bölümde altyapı yatırımlarında en sık kullanılan finansman modelleri olan kredi, tahvil ve hibrit ile varlık temelli (*İng. asset based*) ve varlığa dayalı (*İng. asset backed*) sukuk finansman modelleri borçlanan/ihraç eden, yatırımcı, hukuk, vergi/muhasebe ve islam iktisadı ilkeleri açısından toplamda beş başlık altında mukayeseli analiz edilmiştir. Mukayeseli analiz ve akabinde konu hakkındaki uzmanlar ile gerçekleştirilen derinlemesine mülakatlarla çalışmamız zenginleştirilmiştir. Mukayeseli analiz ve derinlemesine mülakat sonuçlarıyla birlikte önerilen sukuk finansman modeli için Türkiye Varlık Fonu’nun yapısı ve işleyişi detaylandırılmıştır. Son tahlilde ise ortaya konulan çalışma neticesinde mevcut şartlar ışığında kamu altyapı yatırımlarında islamî prensiplere uygun sukuk finansman modelinin kullanılmasının mümkün olduğuna dair tespitlerde bulunulmuştur. Çalışmamız ulaşılan sonuçlar ve önerilerle sona ermektedir.

2. ALTYAPI YATIRIMI

2.1. Altyapı Yatırımı Kavramı

Altyapı, Türkçe’ye İngilizce “*Infrastructure*” kelimesinin karşılığı olarak geçmiştir, Türkçe karşılığı "zemin altı" şeklindedir. Zemin altı ise Fransızca’da

kaldırım veya demir yolunun altındaki materyal anlamında kullanılmıştır.² Altyapı, iktisadi bir terim olarak “bir ülkede ulaştırma, enerji, iletişim sistemleri gibi kamu yararına kullanılan sermaye varlıklarının bütünü” ifade için kullanılır.³ Altyapı, iktisadi kalkınmanın olmazsa olmaz (*Lat. la sine qua non of*) şartı kabul edilir.⁴ Çünkü, iç pazarlar ve ekonominin diğer unsurları bu sayede birbirine bağlanır.⁵ İlgili bir diğer kavram “üstyapı”dır. Altyapı ve üstyapı iktisadi gelişimde birbirini bütünlenler. Altyapı kapsamında değerlendirilen projelerin inşaatı sürecinde tüm faaliyetler altyapı yatırımı olarak adlandırılır. Altyapı yatırımlarının kapsamı konusunda çeşitli yorumlar yapılmıştır. Sonuç olarak; günümüzde otoyollar, havaalanları, köprüler, limanlar, metrolar, demiryolları, hastaneler, toplumsal amaçlı binalar, okullar, içme suyu hatları ve enerji santralleri vb. farklı alanda gerçekleştirilen projelerin tamamı altyapı yatırımları olarak nitelendirilir.⁶

Altyapı yatırımlarının tarihsel sürecine bakıldığında; genelde kamu tarafından gerçekleştirilen yol, su, kanalizasyon vb. hizmetlerden oluştuğu görülür. Günümüzde ise kamu ve özel sektör tarafından birçok alanda altyapı yatırımı gerçekleştirilmektedir. Altyapı yatırımları kendi içinde birçok ayrıma tâbi tutulmuştur. Altyapı yatırım projeleri, “Sıfırdan Yatırım” (*İng. Greenfield Investment*) ve “Mevcut Proje Üzerine Yatırım” (*İng. Brownfield Investment*) olarak ikiye ayrılmıştır. Sıfırdan yatırım projeleri, sıfırdan hayata geçirilen projeleri ifade ederken; mevcut altyapı proje yatırımları ise zaten varolan herhangi bir altyapı varlığı üzerindeki revizyon, kapasite artışı, bakım vb. konularda yapılan tüm yatırımları ifade etmektedir. Ayrıca, altyapı yatırımlarının ekonomik ve sosyal yatırımlar olmak üzere iki ana başlık altında toplandığı görülmektedir. Ekonomik altyapı yatırımları; ulaşım, telekomünikasyon,

² William H. Batt, “Infrastructure: etymology and import,” **Journal of Professional Issues in Engineering**, 110.1, 1984, pp. 1-6, s.2.

³ TDK, İktisat Terimleri Sözlüğü, Türk Dil Kurumu Yayınları, Ankara, 2011

⁴ Hugh Goldsmith, “The Long-Run Evolution of Infrastructure Services,” **CESifo Working Paper**, 5073, 2014, s.1.

⁵ European Investment Bank, “Infrastructure and the EIB”, (Çevrimiçi), <http://www.eib.org/en/projects/priorities/infrastructure/index.htm>, 08 Kasım 2018.

⁶ Ingram Gregory, Christine Kessides, "Infrastructure for development," **Finance & Development**, 31.003, 1994, s.18.

doğalgaz, içmesuyu gibi projeleri; sosyal altyapı yatırımları ise eğitim ve sağlık gibi toplumsal yönü yanı baskın yatırımları kapsar.⁷ Çalışmamız odak noktası itibariyle; ekonomik altyapı yatırımları ağırlıklı olsa da her iki alandaki projelerin finansman yöntemleri incelenecektir. Aşağıdaki tabloda günümüzdeki altyapı hizmet sektörleri ayrıntılı olarak gösterilmiştir.

Tablo G.1: Altyapı Hizmet Sektörleri

SEKTÖR/HİZMET	YAPILAN HİZMETLER
KENTSEL	Kamu Binaları, Caddeler, Sokak Aydınlatmaları, Eğlence Alanları
SOSYAL	Üniversiteler, Okullar, Hastaneler, Sosyal Tesisler, Hapishaneler
İÇME SUYU	Sulama Kanalları, İsale Hatları, İçme Suyu Barajları, Kanalizasyon, Islah
ULAŞIM	Yollar, Köprüler, Tüneller, Limanlar, Kanallar, Demiryolları, Metrolar, Havalimanları
İLETİŞİM	Telgraf, Telefon, Kablosuz Hatlar, TV, Internet
ENERJİ	Doğalgaz, Elektrik, Petrol, Nükleer, Yenilenebilir Kaynaklar
ÇEVRESEL	Atık Su Arıtma, Katı Atık Bertarafı, Yeşil Altyapı Tesisleri

Kaynak: Goldsmith, “The Long-Run Evolution of Infrastructure Services”, s.4.

2.2. Altyapı Yatırımlarının Özellikleri

Altyapı yatırımlarının iktisadi ve sosyal anlamda toplumsal faydaları nedeniyle diğer yatırımlardan daha önemli olduğu ifade edilir.⁸ Bununla birlikte, günümüzde altyapı yatırımlarının birçok sektörü ilgilendirmesi, karmaşık yapısı ve finansmanındaki güçlükler söz konusudur.

⁷ Lieve Fransen, Gino Del Bufalo, Edoardo Reviglio, "Boosting investment in social infrastructure in Europe," **Report of the High-Level Task Force on Investing in Social Infrastructure in Europe**, Luxembourg, The Publication Office of the European Union, 2018, s.4.

⁸ Mustafa Çelen, Bülent Bali, "Altyapı Yatırımlarına Özel Sektör Katılımının Fiyatlama Politikası Üzerine Etkisi," **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 20.1, 2005, s.217-218.

2.3. Altyapı Yatırımlarının İktisadi Etkileri

Kamu tarafından gerçekleştirilen altyapı yatırımları, özel sektör yatırımları üzerinde tamamlayıcı (*İng. complementary*) ya da lokomotif etkisi (*İng. crowding-in*) göstermektedir. Bir başka ifadeyle; üretim, verimlilik ve istihdam üzerine kamu altyapı yatırımlarının olumlu katkısı bulunmaktadır. Herhangi bir bölgede altyapı yatırımı kapsamındaki otoyolu veya demiryolu projelerinin tamamlanmasıyla birlikte ekonomik alanda ciddi değişimler yaşandığı tespit edilmiştir.⁹ Altyapı yatırımları, ekonomik büyümede, sürdürülebilirlikte, istihdam yaratılmasında ve rekabet gücünün sağlanmasında önemli bir faktördür.¹⁰ Bunun ötesinde, sosyal altyapı projeleri arasında yer alan özellikle eğitim sektöründeki yatırımların toplumların iktisadi gelişimlerine de önemli katkılar sağladığı tespit edilmiştir.¹¹ Altyapı yatırımlarının iktisadi etkilerini, ekonomik büyüme, istihdam ve üretim olmak üzere üç ana başlık altında toplamak mümkündür.

2.3.1. Ekonomik Büyümeye Etkisi

Ekonomik büyüme, üretilen mal ve hizmet miktarındaki artış olarak ifade edilir. Ülkelerin ve toplumların refahı için ekonomik büyüme ciddi önem arz etmektedir. Ekonomik büyümeyi incelemek üzere çeşitli teoriler oluşturulmuş, bu kapsamda Keynes'in büyüme teorisi, Harrod-Domar büyüme modeli, neo-klasik büyüme modeli ve içsel (yeni) büyüme teorisi gibi teoriler ileri sürülmüştür. Özellikle, Harrod-Domar modeliyle birlikte yatırımların ekonomik büyümeye etkileri konuşulmaya başlanmıştır.¹² Altyapı yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini inceleyen

⁹ David A. Aschauer, "Is Public Expenditure Productive?," **Journal of Monetary Economics**, Vol. 23, No 2, 1989, pp. 650-673, s.193.; Goldsmith, "The Long-Run Evolution of Infrastructure Services", s.39.

¹⁰ Lieve Fransen, Gino Del Bufalo, Edoardo Reviglio, "Boosting investment in social infrastructure in Europe", s.23.

¹¹ Remy Prud'Homme, "Infrastructure and development", **Annual World Bank Conference on Development Economics 2005: Lessons of Experience**, World Bank, Ed. by. François Bourguignon, Boris Pleskovic, 2005, s.153.

¹² Fındık Ö. Alper, "Ekonomik Büyümenin Belirleyicileri: Yapısal Kırılmalar Altında Türkiye Örneği", **Fiscaoeconomia**, Vol.3(1), 2019, s. 202-227, s.205.

birçok akademik çalışmada ortaya konulan ampirik bulgular bu ilişkiyi desteklemektedir.¹³ Amerika Birleşik Devletleri'nde, 1980-2007 yılları arasında ekonomi yıllık %2.3 küçülürken altyapı yatırımlarının da aynı paralelde yıllık %2.7 küçüldüğü anlaşılmıştır.¹⁴ Ayrıca, enerji altyapı projelerinin 136 ülke üzerinde gerçekleştirilen veri testlerinde ekonomik büyümeye en fazla katkı sağlayan yatırım türü olduğu dikkat çekmektedir.¹⁵

Altyapı yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi beş maddede ifade edilmektedir. Buna göre:

- Altyapı, üretim sürecini direkt etkileyen bir üretim faktörüdür.
- Altyapı, üretim sürecindeki diğer unsurları tamamlayıcı niteliktedir. Altyapı faktöründe yapılan iyileştirmeler veya kötüleştirmeler üretim maliyetlerini düşürebilir veya arttırabilir.
- Altyapı olarak nitelendirilen yol, elektrik gibi yatırımların tamamlanması eğitim kuruluşlarına ulaşımı kolaylaştırmaktadır. Dolaylı olarak, insan sermayesindeki gelişime ve sonucunda üretim faktörüne pozitif katkı sağlamaktadır.
- Altyapı yatırımlarının görece büyük projeler olması sebebiyle inşa süreci, bakımı, tesis yönetimi aşamalarında yapılan harcamaların ekonomide toplam talep artışını tetikler.
- Altyapı yatırımları bazı ülkelerde özel sektöre yön vermek amacıyla kamu tarafından sanayileşme aracı olarak kullanılabilir. Yönetimler, özellikle kırsal alanlarda veya stratejik bölgelerde özel sektöre rehberlik etmek amacıyla altyapı yatırımlarını kullanarak üretim faktörlerini harekete geçirebilir.¹⁶

¹³ Aschauer, "Is Public Expenditure Productive?", s.189.

¹⁴ James Heintz, Robert Pollin, Heidi G. Peltier, "How infrastructure investments support the US economy: employment, productivity and growth," **Political Economy Research Institute (PERI)**, University of Massachusetts Amherst, 2009, s.2.

¹⁵ Atif Ansar, v.d., "Does infrastructure investment lead to economic growth or economic fragility? Evidence from China," **Oxford Review of Economic Policy**, Vol.32, no:3, 2016, pp. 360-390, s.384.

¹⁶ Johannes Fedderke, Rob Garlick, "Infrastructure development and economic growth in South Africa: A review of the accumulated evidence," **Policy paper**, Vol.12, 2008, s.4-5-6.

İleride ayrıntılı açılanacağı üzere ülkemizde altyapı yatırımlarıyla ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.¹⁷

2.3.2. İstihdam Üzerine Etkisi

İstihdam, iktisadi bir kavram olarak emeğin üretim sürecinde kullanılmasıdır. Altyapı yatırımları, sosyal ve ekonomik nitelikli birçok alanda istihdam fırsatları sunmaktadır. Bu bağlamda, istihdam ve milli gelir düzeyinin, altyapı yatırımları ile ilişkisi incelenmiş ve aralarında pozitif ilişkiye rastlanmıştır.¹⁸ 2011 yılında ABD’de, ulaşım sektörüne yönelik gerçekleştirilen her 1 milyar USD’lik altyapı yatırımının yıllık 13,000 kişilik istihdam sağladığı anlaşılmıştır.¹⁹ Bununla birlikte, altyapı yatırımının kısa ve orta vadede istihdama daha fazla katkı sunduğu tespit edilmiştir.²⁰

2.3.3. Üretime Etkisi

Üretim, sermaye ve emeğin bir araya geldiği koşullarda ortaya çıkmaktadır. Daha önce ifade edildiği üzere; istihdamı oluşturan emek faktörü üretim sürecinin ön şartıdır. Altyapı yatırımları ise malların veya hizmetlerin üretimine doğrudan katkı sağlaması nedeniyle sermaye malı olarak nitelendirilmektedir.²¹ Bu durum ülkemizde ulaştırma sektörüne yönelik altyapı yatırımlarının üretim faktörüne doğrudan katkı sağlaması olarak karşımıza çıkmaktadır.²²

¹⁷ Bkz. Sayfa 80.

¹⁸ David A. Aschauer, "Output and Employment Effects of Public Capital," **Economics Working Paper Archive wp_190**, Levy Economics Institute, 1997, s.27.

¹⁹ US Federal Highway Administration, "Employment Impacts of Highway Infrastructure Investments", (Çevrimiçi), <https://www.fhwa.dot.gov/policy/otps/pubs/impacts/>, 03 Nisan 2021

²⁰ Panicos O. Demetriades, Theofanis P. Mamuneas, "Intertemporal Output and Employment Effects of Public Infrastructure Capital: Evidence from 12 OECD Economies," **Economic Journal**, Vol.110, 2000, s.709.

²¹ Lewison L. Lem, "Promoting economic development by improving transportation infrastructure for goods movement," **Jack Faucett Associates**. 2002, s.5.

²² Sedef Akgüngör, Yeşim R. Kuştepli, "Bölgesel sanayi üretimi ve karayolları altyapı harcamaları," **Dokuz Eylül İşletme Fakültesi Dergisi**, 2010, s.21-33, s.31.

3. SUKUK KAVRAMI

Sukuk, özellikle 1970’li yıllar sonrası faizsiz finans alanında geliştirilmiş bir sermaye piyasası aracıdır. Bu gelişimde faizsiz çalışmak üzere ortaya çıkan finans kurumlarının etkisi büyüktür. İlk sukuk ihracı öncesi dönemde Malezya, Ürdün, Pakistan, Türkiye vb. ülkelerde sukuk benzeri çeşitli finansal ürünlerin ihraçları gerçekleştirilmiştir. Günümüz finans sistemindeki anılan haliyle modern sukuk uygulaması ise 1997 yılında murabaha alacaklarına dayalı olarak Malezya’da gerçekleştirilmiştir.²³ Sukuk için ilk yasal düzenleme 1998 yılında İslam İşbirliği Teşkilatı (OIC) tarafından gerçekleştirilmiştir.²⁴

Faizsizlik ilkesine bağlı kalınarak gerçekleşecek tasarruf ve yatırımlara, islami finans alanında sukuk’un önemli cevap verdiği görülmektedir. 2015 yılında Türkiye başkanlığında Antalya’da toplanan G20 zirvesinde sukuk, altyapı yatırımlarının finansmanı için alternatif finans ürünü olarak Resmî tebliğde yerini almıştır.²⁵ Öte yandan, yapısı itibariyle batıdaki borca dayalı menkul kıymetleştirme ürünlerine benzerliği sebebiyle eleştirilere maruz kalmaktadır. İslami finansın özüne uygun gerçekleştirilen sukuk modelleri üzerinde ise herhangi bir çekince görülmemektedir. Sukuk’un, 2019 yılı itibariyle 2,88 trilyon USD büyüklüğe ulaşan islami finansal varlıklar içerisindeki payı 538 milyar USD’dir.²⁶ Küresel sukuk hacminin 2021, 1. Çeyrek sonu itibariyle 715 milyar USD seviyesine yükseldiği belirtilmiştir.²⁷

²³ Azmi Omar, Abduh Muhamad, Sukmana, Raditya, **Fundamentals of Islamic Money and Capital Markets**, Singapore, John Wiley & Sons, 2013, s.30.

²⁴ Rodney Wilson, **İslami Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk – Overview of the sukuk market**, Euromoney Books, London, 6-7, 2004, s.5.

²⁵ OECD, “G20 Antalya Action Plan”, (Çevrimiçi), <https://www.oecd.org/>, 20 Aralık 2020.

²⁶ Refinitiv, “İslami Finance Development Report 2020”, (Çevrimiçi), <https://icd-ps.org/>, 20 Aralık 2020.

²⁷ Fitchratings, “Global Sukuk Market Dashboard: 1Q2021”, (Çevrimiçi), <https://www.fitchratings.com/>, 20 Mayıs 2021

3.1. Sukuk'un Tanımı

Sukuk, Arapça kökenli bir kelime olan “Sak (*Sakk*)” kelimesinin çoğuludur. Sak; çek, borç senedi, ibraname, temlikname gibi resmi veya kıymetli evrakı ifade etmek için kullanılmaktadır.²⁸ Bugün itibariyle; sukuk, “finansal sertifika”, “İslamî tahvil”, “faizsiz bono”, “menkul kıymet” olarak çeşitli kaynaklarda yerini almıştır.²⁹ Faizsiz Finans Kuruluşları Muhasebe ve Denetleme Kurumu (AAOIFI) ise sukuku “mevcut mal (ayn), menfaat veya hizmet hâlinde bulunan varlıklar üzerindeki mülkiyette veya belirli bir projenin varlıklarında ya da özel bir yatırım faaliyetinde şayi payları ifade eder şekilde ve birbirine eşit değerde ihraç edilen sertifika” şeklinde tanımlamıştır.³⁰ Türkiye’de sukuk “Kira Sertifikası” olarak adlandırılmaktadır. Bu sermaye piyasası aracı, sermaye piyasalarına ilişkin 01.04.2010 tarihli Resmî Gazete’de yayımlanan 2499 sayılı “Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”de “kira sertifikası” olarak ilk defa yerini almıştır.³¹ Ve ilgili kanuna³² dayalı olarak yayımlanan 2013 tarihli “Kira Sertifikaları Tebliği (III-61.1)” tebliğinde ise şöyle tanımlanmıştır: “Her türlü varlık ve hakkın finansmanını sağlamak amacıyla varlık kiralama şirketi tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlık veya haktan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymeti ifade etmektedir.”

²⁸ Servet Bayındır, **40 Soruda Sukûk ve Borsa**, Birinci Baskı, İstanbul, İktisat Yayınları, 2021, s.65.

²⁹ Servet Bayındır, **Fıkhi ve İktisadi Açından İslami Finans (Para ve Sermaye Piyasaları)**, Birinci Baskı, İstanbul, Süleymaniye Vakfı Yayınları, 2015, s. 98-145-153-171; Nathif J. Adam, Abdulkader Thomas, **İslamîc bonds: Your guide to issuing, structuring and investing in sukuk**, 1st. Edition, London, Euromoney Books, 2004, s.4.; Figen Büyükkakın, Onur Önyılmaz, "Faizsiz Finansman Bonosu Sukuk ve Türkiye Uygulamaları," **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Vol.4, 2012, s.1-16, s.3.; Ahmet Tok, “İslami Finans Sistemi Çerçevesinde Sukuk (İslami Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları ve Türkiye Açısından Değerlendirmeler,” **Sermaye Piyasası Kurulu Hukuk İşleri Dairesi Yeterlik Etüdü**, 2009, s.13.

³⁰ Faizsiz Finans Standartları (AAOIFI), **Faizsiz Finans Standardı 17: Yatırım Sertifikaları (Sukûk)**, TKBB Yayınları, Yayın No:10, 2018, s.460.

³¹ SPK, (2013), Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, Resmî Gazete, Tarih: 01.04.2010, Sayı: 27539.

³² SPK, (2012), Sermaye Piyasası Kanunu, Resmî Gazete, Tarih: 30.12.2012, Sayı: 28513

3.2. Sukuk'un Ortaya Çıkışı ve Yapısı

Sukuk, faizsiz finans sistemi içerisinde gelişimini sürdürmektedir. Bir finansal ürün olarak sukuk, sadece borç-alacak ilişkisine dayalı faizli yapının tersine varlığa dayalı, sahiplik hakkı tanıyan yapısıyla günümüzde kullanılmaktadır. Sermaye piyasalarındaki özgün yapısının ötesinde İslam iktisadındaki kökleri ise Hicri 1. YY.'a kadar uzanmaktadır.³³ Klasik dönemden bu zamana kadar geçen süreç Tablo G.2'de detaylı olarak açıklanmıştır.

Tablo G.2: Sukuk'un Ana Gelişim Aşamaları

Sukuk'un Klasik Kullanımı	Sukuk'u Geliştirme Girişimleri	İlk Dönem Sukuk İhraçları	Sukuk Piyasasının Oluşumu	Sukuk Piyasasının Genişlemesi
* Hicri 1. YY.'da, Emevi Halifesi 1. Mervan döneminde sukuk, benzeri vadesi geldiğinde emtia / tahıl alma hakkı veren emtia / tahıl senetleri düzenlendi. * 1775'ten itibaren Osmanlı İmparatorluğu'nda (1299-1923) esham adı verilen kamu borçlanma senetleri ihraç edildi.	* Mukarada (Mudaraba) senetleri 1978 yılı başında Ürdün'de ihraç edildi. * 1980'de süreli katılım senetleri Pakistan'da ihraç edildi. * 1983'te Devlet Yatırım Senetleri (GII) Malezya'da ihraç edildi. * 1984'te Gelir Ortaklığı Senetleri Türkiye'de ihraç edildi. * Gelişim periyodu ve yeni gelişmenin olmadığı dönem	* İlk kurumsal sukuk ihracı, Shell tarafından 1990 yılında Malezya'da gerçekleştirildi. * Yerel, ufak tutarlı sukuk ihraçlarının Malezya'da gerçekleştirildiği takip dönemi. * Teori ve model inşası üzerine yaşanan gelişmeler: aktif ihracın gerçekleşmediği dönem	* 2001 yılında Bahreyn devleti tarafından icare temelli ilk kamu sukuk ihracı gerçekleştirildi. * Uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirilmiş, varlık temelli icare sukuk ihracı Malezya'da kamu tarafından gerçekleştirildi. * Vadesiz, Sosyal Sorumluluk, İkinci Derece Sukuklar vb. daha yenilikçi ürünlerin geliştirildiği dönem	* Sukuk'a güçlü yatırımcı iştahı. * Helal sektörün büyümesi sukuk piyasasının gelişimine katkı sağlaması. * Yasa düzenleyicilerin ihraççı olarak sürece dâhil olması. * Daha fazla yenilik beklenmesi.
Klasik Dönem	1990 Öncesi	1990-2000	2001-2016	2017- Gelecek

Kaynak: ISRA, **Sukûk: Principles & Practices**, International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance and Securities Commission Malaysia, Ed. by Beebee Salma Sairally, Marjan Muhammad, Kuala Lumpur, 2017.

³³ Bkz.: Tablo G.2.

Sukuk, daha önce ifade edildiği üzere mal, menfaat veya ortaklık esasına dayalı sözleşmelerin menkul kıymetleştirilmesi sonucu ortaklık hakkı tanıyan sertifikalardır. Menkul kıymetleştirme işlemi ise; tüketici kredileri, factoring alacakları, leasing vb. finansal ürünlere ait doğmuş alacakların belli bir havuzda bir araya getirilmesi ve menkul kıymete dönüştürülmesi sonucu yatırımcılara paylar halinde satılmasıdır.³⁴ Batıda menkul kıymetleştirme işlemleri ilk olarak 1970’li yıllarda ABD’de uygulanmış ve ipotek teminatlalı menkul kıymetlerle başlayan süreç kredi kartı alacakları, kurumsal krediler, factoring alacakları ile piyasada geniş yer bulmuştur.³⁵ İngiltere’de ise ilk menkul kıymetleştirme işlemi ipotek teminatları üzerinden 1985 yılında gerçekleştirilmiştir.³⁶ Ülkemizdeki ilk yasal düzenleme, 31 Temmuz 1992 tarihli Resmî gazetede yayımlanan “Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar” tebliği ile gerçekleştirilmiştir.

1970’li yıllardan itibaren Dünya’da gittikçe yaygınlaşan varlığa dayalı menkul kıymetleştirme işlemleri islamî finans alanındaki girişimleri de hızlandırmıştır. Çeşitli islamî ülkelerde geliştirilen mudaraba, gelir ortaklığı ve katılım senetleri vb. ürünler sayesinde kazanılan tecrübelerle birlikte sukuk 90’lı yılların başında hayata geçirilmiştir.

Günümüzde uygulanan haliyle sukuk, Kaynak Kuruluş (İng. *Originator*), Varlık Kiralama Şirketi (İng. *Special Purpose Vehicle*) ve yatırımcılar olmak üzere üç taraflı yapıya sahiptir. Kaynak Kuruluş (KK)’a karşı yatırımcıların haklarını koruyan ve aynı zamanda KK’nın borç, mal veya menfaat üzerine kurulu sözleşmeler kapsamında haklarını devrettiği firma Varlık Kiralama Şirketi’dir (VKŞ). Anonim şirket statüsünde kurulan VKŞ, tarafların hak ve menfaatlerini faaliyet konusu gereği

³⁴ Christine Pavel, “Securitization: the analysis and development of the loan-based/asset backed securities markets,” **Probus Professional Pub**, 1989, s.22.

³⁵ Dennis Vink, André E. Thibault, "An empirical analysis of asset-backed securitization," **21st Australasian finance & banking conference**, 2008, s.4.

³⁶ Nurcan Öcal, “Türkiye’de menkul kıymetleştirme uygulaması, etkileri, sorunlar ve çözüm önerileri,” **Sermaye Piyasası Kurulu**, 1997, s.12.

korumakta ve yönetmektedir. Yatırımcının sahiplik hakkı; eşit paylar halinde bölünmüş ve varlığı temsil eden sertifikalarla belirlenmiştir.



BİRİNCİ BÖLÜM

ALTYAPI YATIRIMLARINDA KULLANILAN FİNANSMAN MODELLERİ

Finansal piyasalar, tasarruf fazlası vermek suretiyle fon arz edenler ile tasarruf açığı oluşturmak suretiyle fon talep edenleri buluşturan piyasalardır.³⁷ Bu piyasalar kendi içinde farklı sınıflandırmalara tâbi tutulmuştur. Örgütlenme biçimine, ödeme biçimine, finansal işlem türüne, kullanılan araca ve vade yapısına göre başlıca beş grupta ele alınmaktadır.³⁸ Altyapı yatırımlarında uygulanan finansman modelleri ise vade yapısına göre bir yıldan daha uzun vadeli işlemlerin yer aldığı sermaye piyasası altında incelenmektedir.³⁹ Bu piyasalarda altyapı yatırımlarının finansman ihtiyacının her geçen gün derinleştiği anlaşılmaktadır. Dünya’da 2015-2030 yılları arasında altyapı yatırımlarının finansman ihtiyacının toplamda 93 trilyon USD olması beklenmektedir.⁴⁰ İlgili 15 yıllık dönem için yıllık bazda ortalama 6 trilyon USD finansman ihtiyacı doğmaktadır. Günümüzde ise yıllık bazda ortalama 3 trilyon USD altyapı finansmanı gerçekleştiği düşünüldüğünde; açığın büyüklüğü ve farklı finansman modellerine olan ihtiyaç daha net anlaşılmaktadır.⁴¹ Dolayısıyla, devletler kamu bütçesinin yetersiz kalması veya farklı nedenlerle kamu dışındaki kaynakları altyapı yatırım projelerine dâhil etmeye çalışmaktadır.

³⁷ Nuran Aydın vd. **Bankacılık ve Sigortacılığa Giriş**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2014, s.4.

³⁸ Ferudun Kaya, **Finansal Yönetim**, İstanbul, Beta Yayınları, 2015, s. 52

³⁹ Yılmaz Aydın vd. **Finansal Piyasalar ve Kurumlar**, Ed. Aysel Gündoğdu, Seçkin Yayınevi, 2016, s.64.

⁴⁰ Aaron Bielenberg vd. "Financing change: How to mobilize private-sector financing for sustainable infrastructure," **McKinsey Center for Business and Environment**, 2016, s.24-25.

⁴¹ Jonathan Woetzel vd. "Bridging Infrastructure Gaps. Has the World Made Progress?," **McKinsey&Company**, 2017, s.1.

1.1. Günümüzde Altyapı Yatırımlarında Başvurulan Faizli Finansman Modelleri

Altyapı yatırımlarının kaynak ihtiyacı günümüz finansal piyasalarında borçlanma, hibrit ve özkaynak olmak üzere üç temel finansman modeliyle karşılanmaktadır.⁴² Bu modeller ve finansal enstrümanlar detaylı olarak Tablo 1.1’de açıklanmıştır. İlgili tabloda yer alan borca dayalı finansman modelleri, altyapı yatırımlarında hibrit ve özkaynak yoluyla sağlanan modellere nazaran daha sık tercih edilmektedir.

Tablo 1.1 : Altyapı Finansmanı Araçları ve Ürünlerin Tasnifi

Modeller		Altyapı Finansman Ürünleri		Finansman Araçları
Varlık Sınıfı	Finansal Enstrüman	Altyapı Projesi’ne Dayalı	Kurumsal Bilanço’ya Dayalı / Kurumlar’a Dayalı	Kaynak Havuzu
Borca Dayalı Finansman Modelleri	Tahviller	Proje Tahvilleri	Kurumsal Tahvil, Yeşil Tahvil	Tahvile Endeksli Fonlar, Tahvil Fonları
		Belediye, Kamu Kurum Tahvilleri		
		Yeşil Tahvil, Sukuk ⁴³	Sermaye Benzeri Tahvil	
	Krediler	Altyapı projesine	Altyapı projesine ait firmaya Direkt/Ortak olarak finansman	Kredi Yatırım Fonları (Genel Ortaklık Fonu)

⁴² John Niehuss, **International Project Finance in a Nutshell**, 2d. Edition, West Academic, 2015, s.184.

⁴³ Sukuk finansman modeli finans literatüründe borca dayalı finansman modelleri arasında yer almıştır. Bu haliyle hatalıdır. Tablo 1.1’de sukuk, her ne kadar tahviller ile aynı başlık altında değerlendirilse de borç, hibrit ve özkaynak yapısında sukuk finansman modelinin uygulanması mümkündür. İlgili tabloda borca dayalı olarak tasnif edilmiş olmasında varlık temelli (*İng. asset-based*) sukuk ihraçlarının etkili olduğu düşünülmektedir. Ayrıca, çalışmamız kapsamında hibrit ve özkaynak yapısında tasnif edilen sukuk finansman modelleri ele alınacaktır.

		Direkt/Ortak Olarak, Yatırım Kredisi, Sendikasyon, Proje Kredileri	Sendikasyon Kredileri, Menkul Kıymetleştirilmiş Krediler, Teminatlı Borç Yükümlülükleri	Kredi Endeks Fonları, Kredi Fonları
Karma Finansman Modelleri	Hibrit	Sermaye Benzeri Kredi ve Tahvil, Ara Finansman (Mezzanine)	Sermaye Benzeri Tahvil, Paya Dönüştürülebilir Tahvil, İmtiyazlı Hisse Senedi	Ara Finansman (Mezzanine) Yatırım Fonları (Genel Ortaklık Fonları), Hibrit Borç Yatırım Fonları
Özkaynağa Dayalı Finansman Modelleri	Halka Arz Olmuş	Halka Açık Fonlar	Halka Arz Edilmiş Altyapı & Tesis Hisse Senedi, Gayrimenkul Yatırım Fonu, Altyapı Yatırım Fonu, Altyapı Yatırım Ortaklığı	Halka Arz Edilmiş Altyapı Yatırım Fonu, Endeks Fonları, Borsa Yatırım Fonları
	Halka Arz Olmamış	Altyapı projesine ait varlığa Direkt/Ortak Olarak, Kamu – Özel Ortaklık Projeleri	Altyapı projesine ait varlığa Direkt/Ortak Olan Sermaye Fonu	Halka Arz Edilmemiş Yatırım Fonları

Kaynak: Raffaele D. Croce, Joel Paula, André Laboul, “Infrastructure financing instruments and incentives,” **OECD**, 2015, s.15.

1.1.1. Borçlanma Araçları ile Gerçekleştirilen Altyapı Yatırım Finansman Modelleri

Altyapı yatırımlarının finansmanı amacıyla kullanılan borçlanma araçları kredi ve tahvil finansman modelleridir. Kredi ve tahvil piyasası işlemleri, altyapı yatırımları için en büyük işlem hacmine sahip finansman modellerini ifade etmektedir.⁴⁴ Borçlanma araçları altında ele aldığımız bu iki finansman modeli arasında temel farklar bulunmaktadır. Kredi, sermaye piyasası aracılığıyla ihraca ihtiyaç duymazken tahvil piyasası sermaye piyasaları aracılığıyla ihraç edilmektedir. Buna ek olarak, kredi finansman modelinde menkul kıymetleştirme işlemine ihtiyaç yoktur. Çalışmamız itibarıyla bu farklılıklar Tablo 1.2’de ve ilgili bölümde detaylı açıklanacaktır.⁴⁵

İlk bölümde krediler ile gerçekleştirilen altyapı finansmanı başlığı altında kurumsal krediler ve proje finansman kredileri açıklanacaktır. İkinci bölümde ise tahvil ihracıyla finansman başlığı altında devlet tahvilleri, yerel yönetim tahvilleri, özel sektör tahvilleri ve yeşil tahviller açıklanarak borca dayalı finansman modelleri detaylandırılacaktır.

1.1.1.1. Doğrudan Kredi Temini ile Gerçekleştirilen Altyapı Yatırım Finansman Modelleri

Kredi (*İng. credit, loan*), “para, mal veya para cinsinden bir değer belirlir bir vade ve koşulla geri alınmak üzere verilmesi işlemidir”.⁴⁶ Altyapı yatırımının finansmanı için krediler, finansal kurum ve kuruluşlar tarafından toplanan fonların fon talep edene (borçlanan kuruluş) aktarılması ile sağlanır. Altyapı finansmanı amacıyla

⁴⁴ Croce, R. D. vd., a. y.

⁴⁵ Bkz. 3.1.1: Krediler ile Gerçekleştirilen Altyapı Yatırım Finansman Modeli ve Sukuk Finansman Modeli; 3.1.2. Tahvil ile Gerçekleştirilen Altyapı Yatırım Finansman Modeli ve Sukuk Finansman Modeli

⁴⁶ TDK, İktisat Terimleri Sözlüğü, Türk Dil Kurumu Yayınları, Ankara, 2011

borçlanan kuruluş ise krediye ait sabit veya değişken faiz maliyeti ve anapara ödeme yükümlülüğünü altına girer.

Günümüzde, altyapı yatırımlarının ağırlıklı kısmı banka kredileri ile finanse edilmektedir. Kredi yoluyla finansman; finansman kaynağına kolay ulaşım, standart sözleşmeler, çeşitli devlet garantileri vb. nedenlerle diğer finansman modellerine nazaran ön plana çıkmaktadır.⁴⁷ Bununla birlikte; altyapı projeleri, sunduğu istikrarlı nakit akışı ve geri ödememe riskinin düşük olması sebebiyle finansal kuruluşlar tarafından teveccüh görmektedir. Finansman sağlayanların kaldıraç oranını %70-90 seviyesine kadar çıkarması bu durumu desteklemektedir.⁴⁸ İngiltere’de ise bu oran bazı altyapı projelerinde %100 kaldıraç oranına kadar ulaşmıştır.⁴⁹

Ülkesel bazda 2017 yılında Hindistan’da banka kredilerinin %12,7’lik kısmı altyapı projelerinin finansmanına tahsis edilmiştir. İlgili finansman, tutar bazında ise 137 milyar USD olarak gerçekleşmiştir. Çin’de 2002-2009 yılları arasında gerçekleştirilen projelerde %80’lik kısım banka kredileri ile finanse edilmiştir.⁵⁰ Türkiye’de bankalar tarafından sağlanan 53 milyar USD’lik proje finansman kredi bakiyesi içerisinde %75’lik kısım altyapı yatırımlarının finansmanına tahsis edilmiştir.⁵¹

⁴⁷ Croce, R. D. vd. a. y.

⁴⁸ Jasper Camacho, "İslamîc financing for large infrastructure projects," **Journal of Property Investment and Finance**, vol. 1.2, 2005, s.286.

⁴⁹ Rien Wagenvoort, Carlo De Nicola, Andreas Kappeler, "Infrastructure finance in Europe: Composition, evolution and crisis impact," **EIB papers**, vol. 15.1, 2010, s.27.

⁵⁰ Infrastructure Investor, "China Eases Funding Restrictions for Infrastructure Equity", (Çevrimiçi), <https://www.infrastructureinvestor.com>, 18 Kasım 2018.

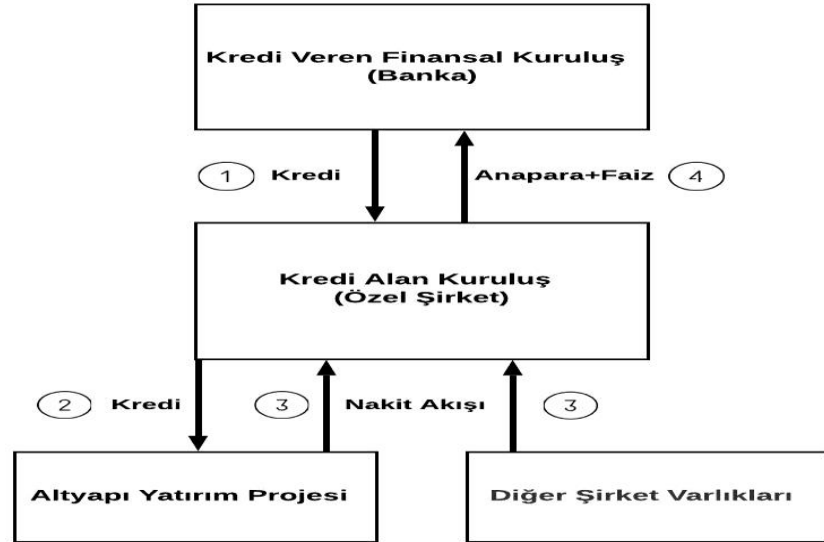
⁵¹ Türkiye Bankalar Birliği tarafından yayımlanan raporda yatırım ve mevduat bankaları olmak üzere 19 bankaya ait veri enerji ve altyapı yatırımları olarak farklı alt başlıklarda tanımlanmıştır. Çalışmamız kapsamında, altyapı yatırımları tanımı içerisinde yer alan enerji sektörü sebebiyle konsolide edilmiştir. Bkz. Türkiye Bankalar Birliği, "Proje Finansman İstatistikleri, Aralık 2020", (Çevrimiçi), <https://www.tbb.org.tr>, 16 Mart 2021.

1.1.1.1.1. Kurumsal Finansman Kredisi

Kurumsal finansman kredisi, proje finansmanı amacıyla tahsis edilen ve borçlanan kuruluşu hukuki olarak kredi veren finansal kuruluşlara karşı tam sorumlu kılan kredi türüdür. Bu sorumluluk, borçlanan kuruluşun kredi geri ödemesi için tüm varlıklarıyla finansman sağlayana karşı sorumlu (*İng. recourse*) olmasıdır.⁵² Dolayısıyla, kurumsal kredilerin tahsisinde projeye ek olarak borçlanan kuruluşun bilanço ve gelir tablosu da önem arz etmektedir.⁵³

Kurumsal finansman kredisi, genellikle özel sektör tarafından finanse edilen altyapı yatırım projelerinde tercih edilmektedir. Özellikle, Kamu-Özel İşbirliği (KÖİ) projelerinde kullanılmaktadır. Bu nedenle, krediyi kullanan firma aynı zamanda projenin yatırımcısı konumunda olur.⁵⁴ Bankalarca tahsis edilen kurumsal finansman finansman modeli şekil 1.1’de açıklanmıştır.

Şekil 1.1 : Kurumsal Finansman Kredisi



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

⁵² Richard A. Brealey, Ian A. Cooper, Michel A. Habib, “Using project finance to fund infrastructure investments,” **Journal of applied corporate finance**, vol. 9.3, 1996, pp. 25-39, s.5.

⁵³ Willie Tan, **Principles of project and infrastructure finance**, 1st edition, New York, Routledge, 2007, s.42.

⁵⁴ Croce, R. D. vd. s.38.

1.1.1.1.2. Proje Finansman Kredisi

Proje finansman kredisi, projenin risk/getiri analizine, fizibilitesine, nakit akışına dayalı olarak proje bazlı tahsis edilen kredilerdir.⁵⁵ Proje finansmanı, proje sahiplerinin diğer varlıklarına rücu edilemeyen⁵⁶ veya sınırlı şekilde rücu edilen⁵⁷ ve proje bazlı kurulan Özel Amaçlı Şirket (ÖAŞ)* tarafından temin edilen finansman şeklidir.⁵⁸ Buna ek olarak, proje sahiplerine rücu edilen şekilde tasarlanması halinde proje finansman kredisi yerine “yapılandırılmış finansman kredisi” terimi kullanılmaktadır.⁵⁹

Proje finansman kredilerinin yapısı göz önünde bulundurulduğunda; aşağıdaki beş ana özellik kendisini diğer finansman kredilerinden ayıştırdığı görülür.⁶⁰ Buna göre:

- ÖAŞ, finansal ve hukuki açıdan sponsor firmalardan bağımsız borçlanmaktadır.
- Finansal kuruluşlar, proje sponsorlarına karşı ilgili proje tamamlandığında sınırlı rücu hakkına sahiptir. (*bazı projelerde rücu hakkı olmadan*).
- Projeye ait riskler, kredinin tüm taraflarına eşit olarak dağıtılmaktadır. Proje kredisinin yönetimi ve kontrolü kolaylaşmaktadır.
- Nakit akışı operasyonel maliyetleri ve anapara+faiz ödemelerini ÖAŞ karşılar.

⁵⁵ Barbara Weber, Mirjam Staub-Bisang, Hans Wilhelm Alfen, **Infrastructure as an asset class: investment strategy, sustainability, project finance and PPP**, John Wiley & sons, 2016, s.79

⁵⁶ Rücu Edilemez (*Ing. non-recourse*): Finansman sağlayanlara sadece proje varlıkları ve proje şirketi üzerinde tazmin hakkı tanıyan hukuki terimdir.

⁵⁷ Sınırlı Rücu Edilen (*Ing. non-recourse*): Finansman sağlayanlara sadece proje varlıkları ve proje şirketi üzerine ilave olarak proje yatırımcılarının ÖAŞ’ye koydukları sermaye miktarınca sınırlı tazmin hakkı tanıyan hukuki terimdir.

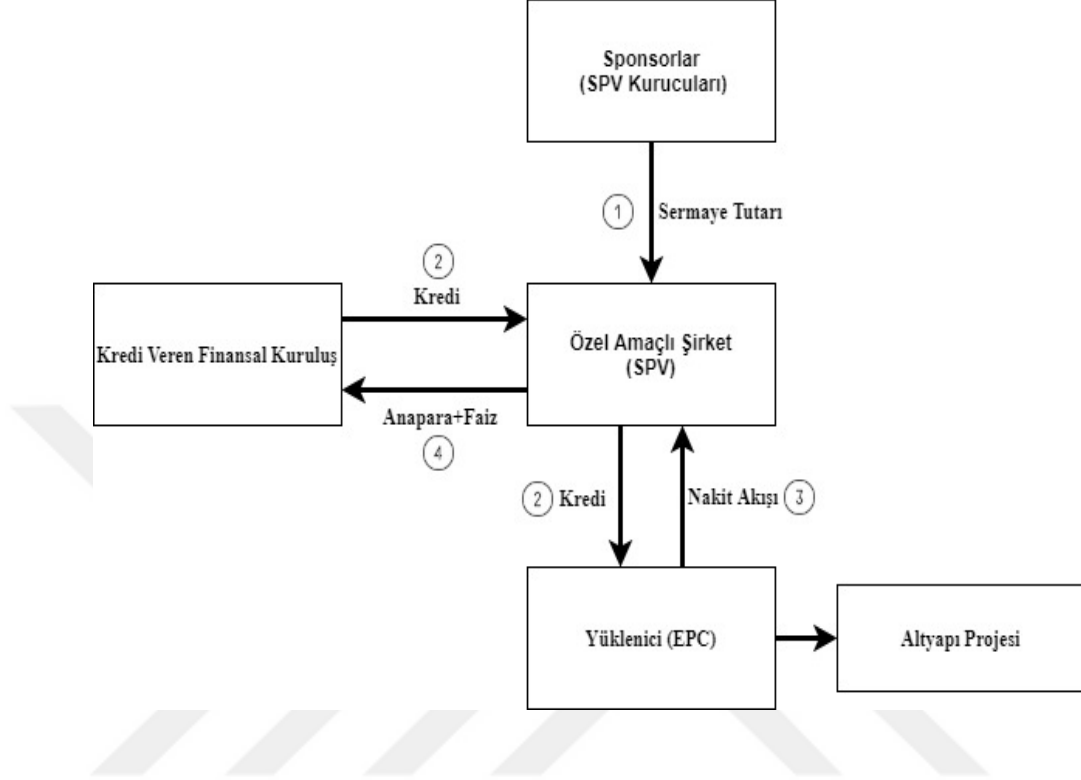
* *Ing. Special Purpose Vehicle (SPV)*

⁵⁸ Tan, **Principles of project and infrastructure finance**, s.2.

⁵⁹ Exim, “Structured and Project Finance at Ex-Im Bank A Quick Introduction”, (Çevrimiçi), <https://www.exim.gov/>, 05 Nisan 2021

⁶⁰ Stefano Gatti, **Project finance in theory and practice: designing, structuring, and financing private and public projects**, Academic Press, 2007, s.2-3.

Şekil 1.2 : Proje Finansman Kredisi



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

1.1.1.2. Tahvil İhracı ile Gerçekleştirilen Altyapı Yatırım Finansman Modelleri

Tahvil, Arapça kökenli bir kelime olup fon temin etmek amacıyla ihraç edilen ve borç verenlere belirli dönemlerde faiz ödemesi gerçekleştiren senetleri ifade etmektedir.⁶¹ Bir diğer ifadeyle; devlet veya özel sektörün ihtiyaç duyduğu fon için yatırımcılara yönelik belirli bir vade ve faiz oranı içeren eşit paylara bölünmüş olarak ihraç edilen menkul kıymettir. Bu ihraç işlemi sonunda menkul kıymete yatırım yapanlar “alacaklı”, ihracı gerçekleştirerek finansman temin eden kuruluş ise “borçlu” konumundadır.

⁶¹ TDK, İktisat Terimleri Sözlüğü, Türk Dil Kurumu Yayınları, Ankara, 2011

Borçlanma aracı olarak tahvil, daha önce ifade edildiği üzere, altyapı yatırımlarında krediler ile birlikte en fazla başvurulmuş finansman modelidir. Proje tahvillerinin kredilere nazaran sağladığı avantajlar ise; daha uzun vade, genellikle sabit fiyat, kolay prosedür, kamuya düzenli bilgi paylaşımı, kredi sözleşmesine göre daha esnek sözleşme yapısı olarak sıralanmaktadır.⁶² Negatif taşıma maliyeti⁶³ ise ihraç eden kuruluşlar açısından finansman kaynağına ulaşımında dezavantaj oluşturmaktadır.

Özellikle, 2007 yılında yaşanan finansal kriz sonrası bankacılık sektöründe gerçekleşen bir dizi düzenleme proje tahvillerine ilgiyi arttırmıştır. Bu artışın nedenleri arasında Basel III kriterlerinde yer alan sermaye yeterlilik ve likidite karşılama oranındaki düzenlemeler bankaların kredi tercihleri üzerinde etkili olmuştur.⁶⁴ Proje tahvil* ihraç tutarı 2016 yılı verilerine göre 44 milyar USD, 2017’de ise 64 milyar USD’dir.⁶⁵

Altyapı projelerinde sermaye piyasası araçlarına ve özellikle tahvile yönelişin sebepleri iki temel gerekçeye dayandırılmaktadır.⁶⁶ Bunlardan ilki altyapı projelerinin finansmanı ve inşaa sürecinde özel sektörün yer almasıyken ikincisi uluslararası sermaye piyasası ürünleriyle projelerin ihtiyaç duyduğu uzun vadeli finansman ihtiyacına cevap verilmesidir.

Genellikle sigorta şirketleri, emeklilik fonları, yatırım fonları, bankalar yatırımcı olarak proje tahvillerine tevccüh göstermektedir. Proje tahvillerinin uzun vadeli

⁶² Emanuele Rossi, Rok Stepic, Mahvash Alerassool, **Infrastructure Project Finance and Project Bonds in Europe**, Palgrave Mcmillan, 2015, s.4-7.

⁶³ Negatif taşıma maliyeti (*İng. Cost of carry*): Proje tahvilleri başlığı altında sıfırdan yapılacak altyapı yatırım projelerindeki inşaa süreci nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Yatırımcılarına elinde bulundurduğu süreç boyunca oluşacak maliyetin, elde edilecek getiriden fazla olması nedeniyle dezavantaj oluşturmaktadır.

⁶⁴ Tianze Ma, “Basel III and the future of project finance funding,” **Mich. Bus. & Entrepreneurial L. Rev.**, Vol. 6, Issue.1, 2016, s.118.

⁶⁵ Crédit Agricole CIB, “Project Bonds: Power Transmission Lines”, (Çevrimiçi), <https://www.ca-cib.com/>, 03 Mart 2020.

* Proje Tahvili: Projelere yönelik ihraç edilen tahviller; proje tahvilleri olarak zikredilmektedir.

⁶⁶ Mansoor Dailami, Danny Leipziger, “Infrastructure project finance and capital flows: A new perspective,” **World Development**, Vol. 26(7), 1998, s. 1286.

olması nedeniyle proje yatırımcısı konumundaki fonlar da uzun vadeli kaynaklarını bu yatırımlara yönlendirmektedir. Gelişmiş ülkeler kategorisinde yer alan Kanada’da sigorta ve emeklilik fonlarının varlıkları içinde altyapı yatırımlarına ait proje tahvilleri %15-%20 dolaylarındadır.⁶⁷

Tablo 1.2 : Tahvil ve Kredi Finansman Modelinin Karşılaştırılması

Kredi	Tahvil
Yatırım dönemi boyunca gerektiği zaman kullanılabildiğinden taşıma maliyeti ortaya çıkmamaktadır.	Hasılat ihraçla birlikte elde edildiğinden, proje şirketinin bu hasılatı projenin yatırım dönemi boyunca gerçekten gereksinim duyana kadar alternatif bir yatırım ile değerlendirmesi mümkündür. Bu nedenle, tahvil yatırımcısına ödenecek faiz için projede nakit akışı oluşana kadar diğer yatırımlarda değerlendirmesi gerekecektir. Ayrıca, tahvil yatırımcısına ödenen faiz mevduat faizinden daha yüksek olduğunda ise negatif taşıma maliyeti söz konusu olabilmektedir.
Bankalar projeye ilk aşamalarından itibaren etkin bir şekilde dâhil olmaktadır. Kreditorler projenin ömrü boyunca düzenli bir şekilde karar haklarını kullanma imkânına sahiptir. Bankaların proje sözleşmeleri ve görevli şirket üzerinde sıkı kontrolü ve denetimi söz konusudur.	Tahvil yatırımcıları anapara ödeme tarihi geldiğinde, son aşamada devreye girebilmektedir. Tahvil yatırımcıları sadece nakit akımlarını etkileyecek konular gündeme geldiğinde proje ile ilgilenmektedir.
Sponsor şirketlerin bankalarla ilişkileri kredi bulma aşamasında etkili olmakta ve finansmana erişimi kolaylaştırmaktadır.	Yatırımcı tabanı tamamen farklı olduğundan kredi bağlantıları devreye girmemektedir.

⁶⁷ Erişah Arıcan vd., “Proje Finansmanı Kapsamında Proje Bankacılığı ve Türkiye Üzerine Öneriler Araştırma Raporu,” **Türk Asya Stratejik Araştırmalar Merkezi**, Stratejik Rapor No:49, 2013, s.18.

Projeye ilişkin sözleşme dokümanlarının gizliliği korunmaktadır. Proje zorluğa düşerse bankalarla yürütülecek müzakereler gizli tutulabilmektedir.	Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca sözleşmelerin yayımlanması zorunlu olabilmektedir. Proje zorluğa düşerse tahvil sahipleri ile yapılacak görüşmeler kamuoyunun bilgisi dâhilinde olmaktadır.
Genellikle değişken faizli verilmekte olup türev ürün kullanımı ile sabit faizli finansmana dönüştürülmektedir.	Genellikle sabit faizli enstrümanlardır.
Piyasa koşullarına bağlı olmakla birlikte proje finansman kredileri orta vadeyi (5-10 yıl) genellikle aşmamaktadır. Proje için ayrıca kısa vadeli işletme sermayesi kredileri sağlanabilmektedir.	Tahviller uzun vadeli finansman çözümleridir. Kurumsal yatırımcılar uzun vadeli yükümlülükleri karşılamak için uzun dönemli varlık arayışındadırlar. Kısa vadeli finansman opsiyonu bulunmamaktadır.
Erken ödeme için öngörülen cezai masraflar genellikle düşük düzeydedir.	Erken ödeme için yüksek cezai masraflar öngörülmektedir.
Gerek mevcut piyasa koşullarında ve gerekse tarihsel olarak kredi maliyetleri tahvil maliyetlerinden yüksektir.	Tahville finansman maliyeti genellikle banka finansmanına göre daha düşüktür. Bununla birlikte, tahvillerin dokümantasyon ve pazarlama ve hukuki maliyetleri özellikle halka arz söz konusu olduğunda önemli olabilmektedir.
Krediye ilişkin koşullar belli ve nettir.	Tahvillerin dağıtım ve fiyatlamasına ilişkin belirsizlikler ihale sürecinde devam etmekte olup ancak fiili ihraç ile birlikte netlik kazanmaktadır.

Kaynak: Edward R. Yescombe, **Public-private partnerships: principles of policy and finance**, Elsevier Science, Oxford, 2007, s.140-142.

1.1.1.2.1. Devlet Tahvili

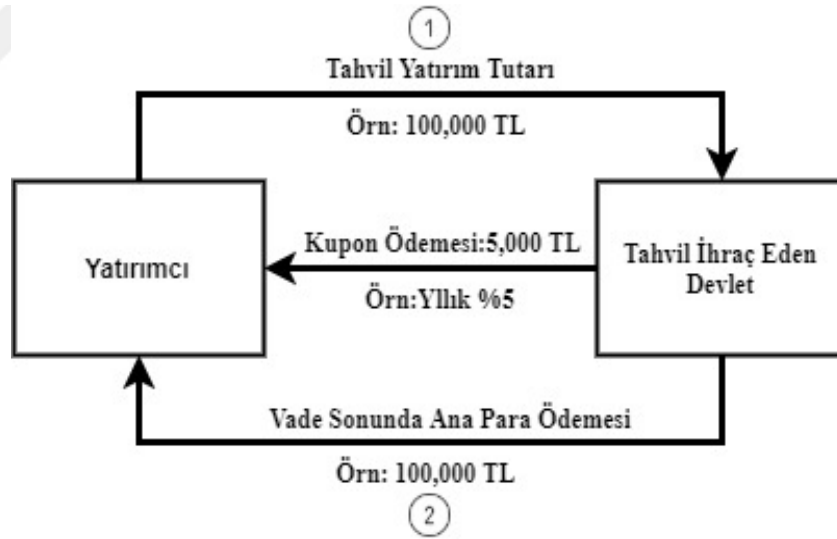
Devlet tahvili (*İng. sovereign bond*), temel bütçe kaynaklarının yetersiz kalması veya uzun vadeli yatırım ihtiyacına yönelik vadesi bir yıldan uzun ihraç edilen borçlanma senetleridir. Öte yandan devletler, kamu yatırımlarını bütçe, yabancı

kaynak ve menkul kıymet ihracı olmak üzere üç şekilde finanse etmektedir. Bu noktada, devlet tahvili ise menkul kıymet ihracı altında değerlendirilmektedir.⁶⁸

Devletler, ihraç ettiği tahviller doğrultusunda sertifika sahiplerine gerçekleştirilecek altyapı projesi üzerinde herhangi bir sahiplik hakkı tanımaz. Buna ek olarak, sertifika sahiplerinin altyapı projesine yönelik yatırım kararlarında etkisi yoktur. Söz konusu olan, devletin belirtilen vadelerde sertifika sahiplerine borç karşılığında anapara ve faiz ödemesinden ibarettir.

Dünya’da en fazla tahvil ihracı gerçekleştiren ülkelere bakıldığında; ABD ve Japonya ilk iki sırada yer almaktadır. ABD’de devlet tahvillerinde varolan gelir vergisi muafiyeti yatırımcılar açısından tahvili cazip kılarken devlet açısından daha az maliyetle finansman imkânı sunmaktadır.⁶⁹

Şekil 1.3 : Devlet Tahvil İhracı



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

⁶⁸ Frank J. Fabozzi, **Bond Markets, Analysis and Strategies**, 4th Edition, Prentice Hall Int. Edition, 2000, s.122.

⁶⁹ Yescombe, **Public-private partnerships: principles of policy and finance**, s.39.

1.1.1.2.2. Yerel Yönetim Tahvili

Yerel yönetim tahvili, mahalli idarelerin borç veren yatırımcılara vade sonunda anapara ve faiz ödedikleri ve vadesi bir yıldan uzun menkul kıymetlerdir.⁷⁰ Yerel yönetimlerin gelir kaynakları; yerel vergiler, ücretler, merkezi yönetimden gelen transferler ve diğer gelirlerdir. Bu noktada, gelir kaynaklarının yetersiz kaldığı durumlarda ise tahvil ihracı altyapı projesi için alternatif kaynak imkânı sunmaktadır.

Yerel yönetim tahvili; yol, su, elektrik, köprü ve okul yapımı gibi toplumun ihtiyaçlarına yönelik gerçekleştirilen sosyal altyapı projelerinin finansmanı için kullanılmaktadır. Devlet tahvillerine kıyasla proje riskleri ve gelir kaynaklarının sınırlı olması sebebiyle bunlar daha yüksek temerrüt riski içermektedir.⁷¹ Öte yandan, yerel yönetim tahvilleri, birincil ve ikincil piyasalarda işlem görmektedir.

Yerel yönetimler içerisinde özellikle belediyelerin altyapı yatırımlarına yönelik kullandığı belediye tahvillerinin* iki çeşidi bulunmaktadır. İlki; genel yükümlülük tahvilleri** olup; belediyelerin genel gelirleri veya vergilerle vade sonunda yatırımcıların anapara ve faiz ödemesini gerçekleştirdiği tahvillerdir.⁷² Genel yükümlülük tahvillerinde, belediyelerin genel gelirlerinin ihraca konu edilmesi ve teminat gösterilmesi söz konusudur. Buna ek olarak, genel yükümlülük tahvillerinin vergi ve aynı belediyeye ait birden fazla gelirle desteklenmesi halinde ise “Çifte Gelirli Tahviller” (*İng. double-barrelled bonds*) olarak anılmaktadır.⁷³

⁷⁰ Soner Yakar, Serkan Y. Kandır, “Türkiye’de Belediyelerin Tahvil İhracı ve Amerika Birleşik Devletleri Uygulaması,” **Maliye Dergisi**, Sayı 162, 2012, s.430-447, s.433.

⁷¹ Anthony Saunders, Marcia M. Cornett, **Financial Markets and Institutions**, 5th edition, McGraw-Hill/Irwin, 2012, s.191-192.

* İng. Municipal bond

** İng. General obligation bond

⁷² Suk Hyun, Toshiro Nishizawa, Naoyuki Yoshino, “Exploring the use of revenue bond for infrastructure financing in Asia,” **JBIC Institute Discussion Paper**, No:15, 2008, s.6.

⁷³ Sylvan G. Feldstein, Frank J. Fabozzi, **The handbook of municipal bonds**, John Wiley & Sons, 2008, s.791.

Belediye tahvillerinin ikinci çeşidi ise “Gelir Tahvilleri”dir (*İng. revenue bonds*). Genellikle; ulaşım, arıtma tesisi, katı atık vb. nitelikli altyapı projeleri belediyeler tarafından gelir tahvilleriyle finanse edilmektedir. Özel sektör proje tahvilleriyle benzerlik gösteren gelir tahvillerinde, altyapı projesine endeksli ihraç ve vade sonunda gelirlerin teminat gösterilmesi söz konusudur.⁷⁴ Gelir tahvilinin ihracı, genel yükümlülük tahvilinden farklı olarak kamu kurumu yerine yüklenimci kuruluş (ÖAŞ) tarafından gerçekleştirilmektedir. Özetle, devlet tahvillerinden ve yerel yönetim tahvillerinden farklı olarak gelir tahvilleri proje gelirine endeksli finansman aracıdır.

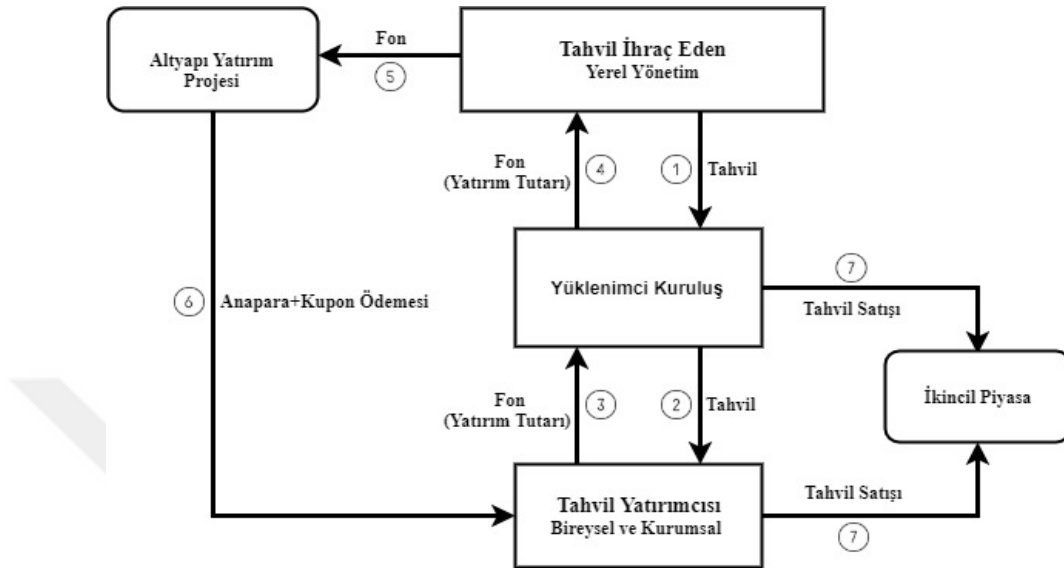
Yerel yönetim tahvillerinin en yoğun kullanıldığı ülke ABD’dir. Bununla birlikte, ilk yerel yönetim tahvili yapılacak kanal projesine kaynak temini amacıyla 1812 yılında New York Belediyesi tarafından ihraç edilmiştir.⁷⁵ 2017 yılında belediyeler tarafından ihraç edilen tahvil tutarı 438 milyar USD’dir. ABD’de eyaletler, belediyeler, kasabalar tarafından bağlı olduğu eyalet kanunları dâhilinde yerel yönetim tahvilleri ihraç edilmektedir. Bu tahvillerin yatırımcı açısından avantajı ise federal gelir vergisinden muaf olmasıdır. Yerel yönetim tahvilleri getiri açısından incelendiğinde; hazine tahvillerine göre genellikle yüksek getiri imkânı sunarken, özel sektör tahvillerine göre daha az getiri sağlamaktadır. Günümüz itibarıyla, Polonya, Çek Cumhuriyeti, Bulgaristan gibi Avrupa ülkelerinin yanı sıra Brezilya, Arjantin, Kolombiya’da da yerel yönetim tahvili ihraç edilmektedir.⁷⁶ Gelir tahvil ihracına ilişkin detaylar şekil 1.4’te açıklanmıştır.

⁷⁴ Bkz.: Özel Sektör Tahvilleri

⁷⁵ Robert Sobel, *The Big Board: a history of the New York stock market*, Washington, Beard Books, 2000, s.25.

⁷⁶ Gatti, *Project finance in theory and practice: designing, structuring, and financing private and public projects*, s.2-3.

Şekil 1.4 : Gelir Tahvil İhracıyla Altyapı Yatırım Projesi Finansmanı



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

1.1.1.2.3. Özel Sektör Tahvili

Özel sektör tahvili (*İng. corporate bonds*), anonim şirketler tarafından fon sağlamak amacıyla ihraç edilen ve vadesi bir yıldan uzun olan menkul kıymettir. Tahvil ihraç eden ile yatırımcı arasında oluşan ödeme taahhüdünü içerir. Bunun haricinde, şirketin yönetimine katılma yetkisi olmayan tahvil yatırımcısının, faaliyetler nedeniyle oluşan kâra veya zarara da ortaklığı söz konusu değildir.⁷⁷

Altyapı yatırımı amacıyla özel sektör tarafından ihraç edilen tahvillere, “proje tahvili” (*İng. project bonds*) denilmektedir. Bu tahviller, proje amacıyla kurulan ÖAŞ tarafından ihraç edilir. Proje tahvillerinin ihraç sürecinde; derecelendirme kuruluşu, teminat yöneticisi* ve tahvil ödeme kuruluşu yer almaktadır. Şirketlerin proje tahvil ihracıyla sağlayacağı avantajlar; sabit maliyetle borçlanma, daha uzun vadeli kaynak

⁷⁷ Paul O. Klein, “Legal Environment and Corporate Bonds: The Primal Role of Information,” *SSRN*, 2019, s.9.

* İng. Trust

temini, erken ödeme imkânı, farklı yatırımcılardan projeye kaynak temini ve ihrac eden şirketi koruyan tahvil koşulları* olarak sıralanmaktadır.⁷⁸

Proje tahvilleri için gerekli olan uzun vadeli kaynaklar kredi finansman modelinden farklı olarak genellikle Banka Dışı Finansal Aracı Kuruluşlar (BDFAK) tarafından sağlanmaktadır.⁷⁹ Bu kuruluşlar arasında emeklilik fonları, yatırım fonları ve diğer finansal kuruluşlar yer alır.⁸⁰ Bu tür tahvillerin yatırımcıları açısından kredi derecelendirme notu önem arz etmekte olup; yatırım kararında kamu garantisi ve sigorta etkili olur. Genellikle monoline sigorta şirketleri (tahvil sigorta şirketi) bu tahvil türlerinde ödeme garantisi verirler.

Proje tahvilleri birincil ve ikincil piyasalarda işlem görmektedir. İşlem hacmi bakımından gelişmekte olan piyasalar arasında yer almaktadır. Dünya’da proje tahvil ihrac tutarı 2017 yılı için 64 milyar USD olarak gerçekleşmiştir. Ülkesel bazda ise 18,9 milyar USD ile ABD ilk sırada yerini alırken; İngiltere 8,7 milyar USD tutarında proje tahvil ihracı gerçekleştirmiştir.⁸¹ Örneğin İngiltere’de 1999-2009 yılları arasında 200 mio pound üstündeki 87 farklı KÖİ projesinin %58’i proje tahvilleriyle finanse edilmiştir. Aynı dönem içinde İngiltere’de KÖİ kapsamındaki 300 milyon pound ve daha fazla maliyetteki on iki hastane projesinin on tanesinde özel sektör tahvil ihracıyla finansman sağlanmıştır.⁸² Mersin Limanı projesinin kapasite artışı için 2013 yılında 450 milyon USD tutarındaki proje tahvil ihracı özel bir altyapı proje şirketi tarafından ülkemizde gerçekleştirilen ilk ihrac olarak ifade edilmiştir.⁸³ Bugün

⁷⁸ Covenant Lite: Hafifletilmiş kredi koşulları anlamına gelen finansal terim; borçlu şirketi borç veren karşısında koruyan kredi sözleşmesini ifade etmektedir. Covenant Lite hakkında geniş bilgi için bkz.: Bo Becker, Victoria Ivashina, (2016). “Covenant-light contracts and creditor coordination,” **Riksbank Research Paper Series**, No:149, 2016, s.2.

⁷⁹ Bkz.: Sukuk Finansman Modelini İlgilendiren Kuruluşlar ve Yatırım Ortamının Değerlendirilmesi

⁸⁰ Gatti, **Project finance in theory and practice: designing, structuring, and financing private and public projects**, s.214-224.

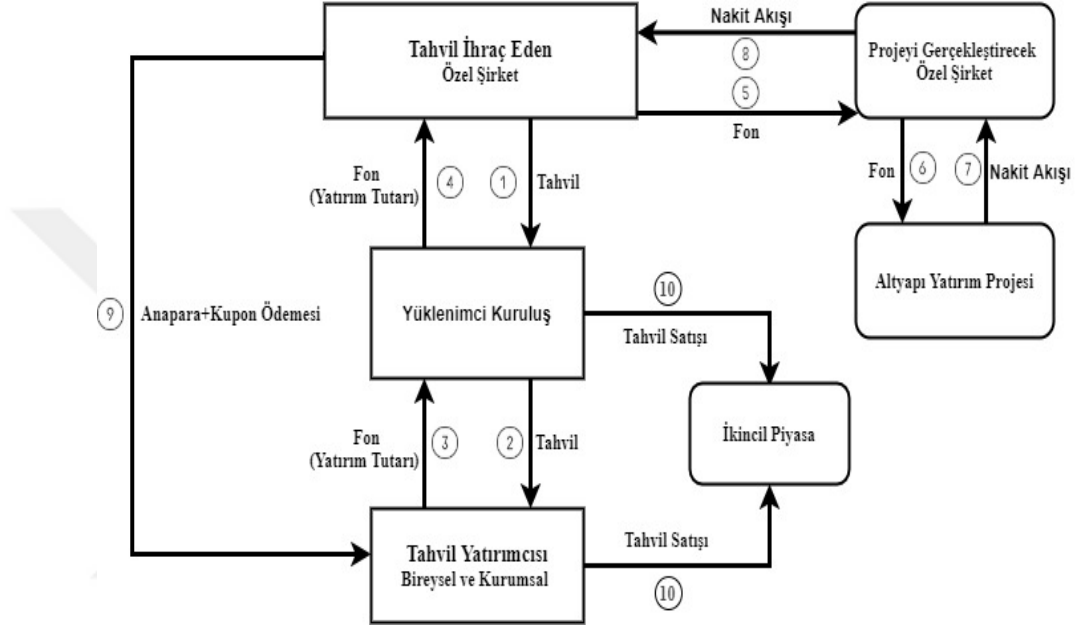
⁸¹ Crédit Agricole CIB, “Project Bonds: Power Transmission Lines”, (Çevrimiçi), <https://www.ca-cib.com/>, 05 Mart 2020.

⁸² İngiltere’de 1999-2009 yılları arasında KÖİ kapsamında 663 adet proje gerçekleştirilmiştir.

⁸³ EBRD, “Mersin Uluslararası Limanı Eurobond İhracı,” (Çevrimiçi), <https://www.ebrd.com/>, 07 Mart 2020.

itibariyle Kanada, Avusturalya, Almanya, Brezilya’da altyapı tahvil ihraçlarına sıklıkla başvurulmaktadır. Şekil 1.5’te özel sektör tahvil ihraç süreci genel hatlarıyla belirtilmiştir.

Şekil 1.5 : Özel Sektör Tahvil İhracıyla Altyapı Yatırım Projesi Finansmanı



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

1.1.1.2.4. Yeşil Tahvil

Yeşil tahvil (İng. green bond), sabit getirili menkul kıymet olmakla birlikte özellikle çevre ve iklim dostu projelerin finansmanı için ihraç edilmektedir.⁸⁴ Tanımdan anlaşılacağı üzere; gerçekleştirilen tahvil ihracıyla birlikte toplanan fonlar yenilebilir enerji, sürdürülebilir tarım, temiz ulaşım, atık su, karbon salınımının azaltılması vb. çevre dostu projelerde kullanılmaktadır. Genellikle devletler, yerel yönetimler ve finansal kuruluşlar tarafından ihraç edilmektedir.⁸⁵

⁸⁴ Torsten Ehlers, Frank Packer, “Green bond finance and certification,” **BIS Quarterly Review**, 2017, s.89.

⁸⁵ Breen Scott, Catherine Campbell, “Legal Considerations for A Skyrocketing Green Bond Market”, **31 NAT. RESOURCES & ENV’T 16**, 2017, s. 16.

Artan çevre duyarlılığı ve küresel ısınmanın etkisiyle birlikte; 2007 yılında ilk yeşil tahvil ihracı Avrupa Yatırım Bankası (AYB) tarafından 840 milyon EUR tutarında gerçekleşmiştir.⁸⁶ İlk ihraçta ürün, “İklim Farkındalık Tahvilleri” olarak tanımlanmıştır. “Yeşil Tahvil” terimi ise ilk kez Dünya Bankası’nın 2008 yılındaki ihracında kullanılmıştır. 2016 yılı itibariyle; 11 farklı borsada yeşil tahvil endeksi mevcuttur.⁸⁷

Yeşil tahvile konu projelerin kabulü için ön onay ve projenin amacına uygunluğu bağımsız denetim kuruluşları tarafından denetlenir. Oslo İklim ve Çevre Araştırmalar Merkezi (Climate and Environmental Research at the University of Oslo, (Kıs: CICERO), Uluslararası Sermaye Piyasaları Birliği (ICMA) vb. bu tür denetleme kuruluşlarının önde gelenleri arasında yer alır. Örneğin ICMA tarafından bu değerlendirme kriterleri dört ana başlık halinde belirlenmiştir.⁸⁸ Yeşil tahvil prensipleri başlığı altındaki bu kriterler şunlardır:

- Gelir kullanımı
- Proje değerlendirme ve seçme süreci
- Gelir yönetimi
- Raporlama

Dünya’da 2007-2018 yılları arasındaki yeşil tahvil ihraç tutarı 521 milyar USD olup, 2018 yılı itibariyle 118 milyar USD’lik ihraç ile ABD birinci sırada yer almaktadır. Öte yandan, yeşil tahvil pazarının %20’lik kısmını ABD elinde bulundurmaktadır. 2020 yılında gerçekleştirilen 290 milyar USD’lik yeşil tahvil ihracına ülke bazında bakıldığında; 52,1 milyar USD ile ABD, 41,8 milyar USD ile Almanya, 37 milyar USD ile Fransa ilk üç sırada yer almaktadır.⁸⁹ Günümüz itibariyle

⁸⁶ John A. Mathews, Sean Kidney, “Financing climate-friendly energy development through bonds,” **Development Southern Africa**, Vol.29, No.2, 2012, s. 337-349, s.338.

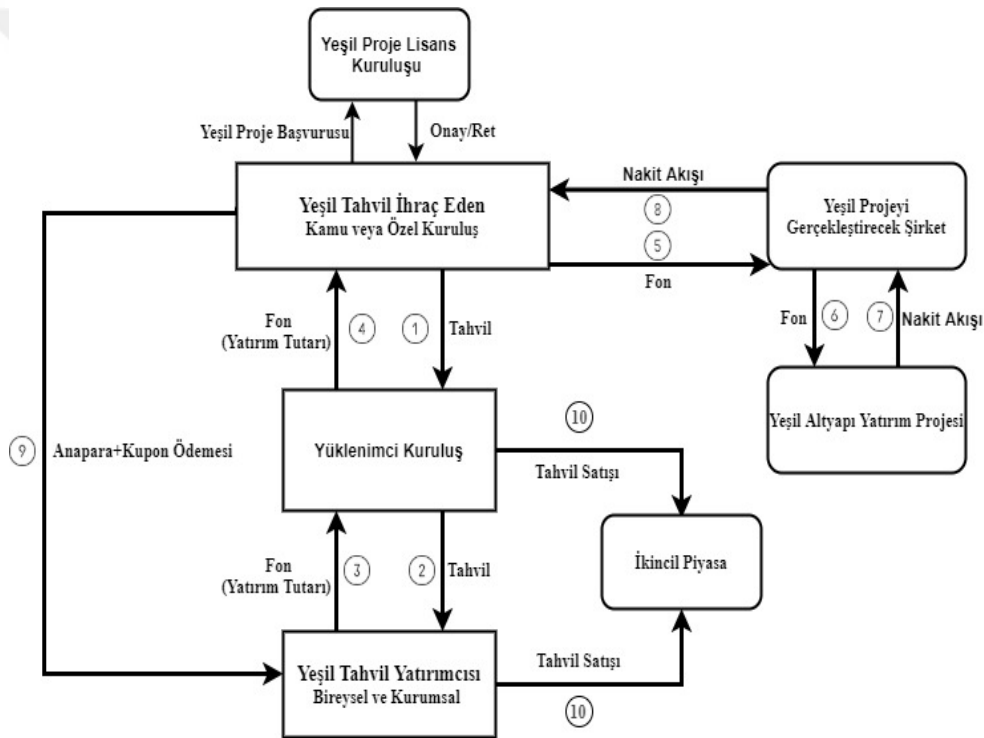
⁸⁷ Soner Yakar, Serkan Y. Kandır, “Yeşil Tahvil Piyasaları: Türkiye’de Yeşil Tahvil Piyasasının Geliştirilebilmesi İçin Öneriler,” **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Vol.26, No.2, 2017, s.164

⁸⁸ ICMA, “Social Bond Principles”, 2020, s.3.

⁸⁹ Climate Bonds Initiative, “Sustainable Debt Global State of the Market 2020,” 2020. s.7.

yıllık bazda 1 trilyon USD’lik yeşil altyapı yatırımı gerçekleştirilmekte ancak yıllık yaklaşık 1 trilyon USD’lik yatırım yeterli kaynak bulunamaması sebebiyle finanse edilememektedir.⁹⁰ Yeşil tahvillerin ihraç süreci şekil 1.6’da açıklandığı üzere diğer tahvil ihraç süreçleriyle kısmi farklılıklar göstermektedir. Bu farklılıkların başında proje öncesi amacına uygun ihraç gerçekleştirileceğine dair yeşil proje sertifikasının alınması ve yatırımcılara düzenli olarak amacına uygunluk hususunda şeffaf bilgi akışının sağlanması gelir.

Şekil 1.6 : Yeşil Tahvil İhracıyla Altyapı Yatırım Projesi Finansmanı



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

⁹⁰ Christopher Kaminker vd., “Institutional Investors and Green Infrastructure Investments: selected case studies,” **OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions**, No. 35, 2013, s.7.

1.1.2. Hibrit Finansman (Mezzanine) ile Gerçekleştirilen Altyapı Yatırım Finansman Modelleri

Hibrit, sözlük anlamı itibariyle iki farklı güç kaynağının bir araya getirilmesidir.⁹¹ Finansal terim olarak da genellikle borç ve özkaynak unsurlarının bir araya getirildiği karma varlık yapısı (borç+özkaynak) hibrit finansman modelini ifade etmektedir. Bununla birlikte, hibrit finansman modeli, “mezzanine” olarak da finans literatüründe kullanılmaktadır.⁹² Mezzanine, İtalyanca “mezzanino” kelimesinden türetilmiş olup ara kat anlamına gelmektedir ve ilk olarak 1970’lerin ortasında Amerika’da şirket alımlarının finansmanı amacıyla kullanılmaya başlanmıştır.⁹³

Hibrit (mezzanine) finansal araçlar, şirketlerin birincil derecede ödeme yükümlülüklüğünde yer alan krediler* ile son sırada yer alan özkaynak arasındaki ara katman olarak ikincil derecede ödeme yükümlülüğüne** sahip borçlanma araçlarıdır.⁹⁴ Bu nedenle, yarı özkaynak finansmanı** olarak tanımlanmaktadır.⁹⁵ Öte yandan, ABD’de uygulanan muhasebe standartlarına göre hibrit finansman, özsermaye kalemi altında kaydedilmektedir.⁹⁶ Bu finansman modelinde en sık kullanılan türler; sermaye benzeri (örn: ikincil derecede borçlanma araçları), paya dönüştürülebilir (örn: hisse senedine dönüştürülebilir tahvil), özkaynak benzeri (örn: imtiyazlı ortaklık payları)

⁹¹ TDK, Türkçe Sözlük, “Hibrit”, <https://sozluk.gov.tr/>, 08 Aralık 2020.

⁹² Luc Nijs, **Mezzanine financing: tools, applications and total performance**, John Wiley & Sons, 2013, s.3.

⁹³ Markus H. Tyl, “Mezzanine Capital in Europe: With Special Emphasis on Capital Structure,” **Phd Thesis**, Diplomica Verlag, 2002, s.4.; Jean Tirole, **The Theory of Corporate Finance**, Princeton University Press, 2010, s.76.

* İng. Senior debt

** İng. Subordinated debt

⁹⁴ Cory Silbernagel, Davis Vaitkus, “Mezzanine Finance,” *Bond Capital*, 2006, s.2.

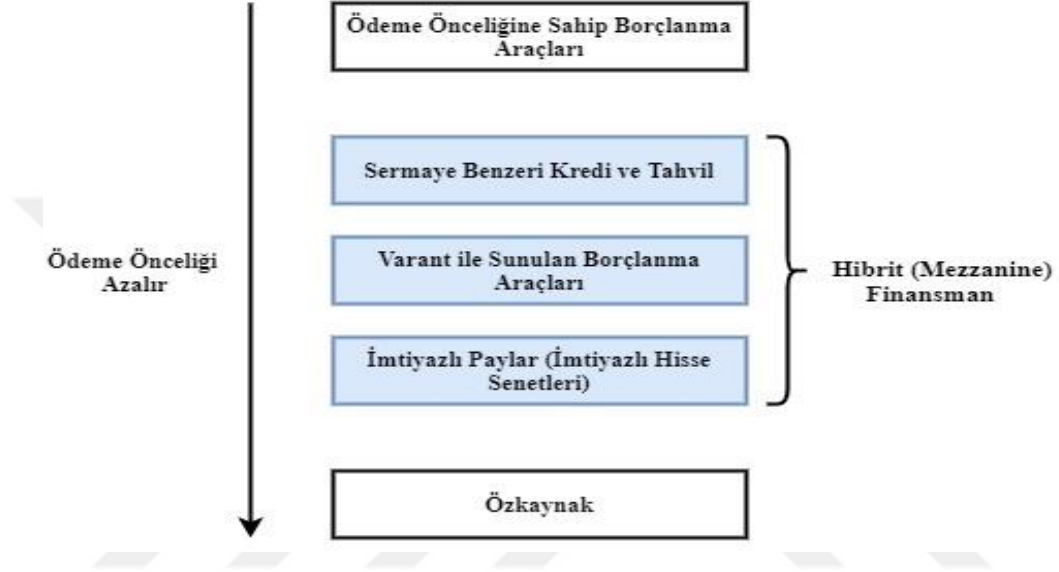
* İng. Quasi equity

⁹⁵ Tony Merna, Cyrus Njiru, **Financing Infrastructure Projects**, Thomas Telford, 2002, s.8.

⁹⁶ PWC, “IFRS and US GAAP: similarities and differences,” Çevrimiçi, <https://viewpoint.pwc.com/>, 02 Şubat 2021, s.10-3.

olarak adlandırılmaktadır.⁹⁷ Tablo 1.3'te hibrit (mezzanine) finansman modelindeki ödeme önceliği ve sık kullanılan hibrit finansman araçları detaylı açıklanmıştır.

Tablo 1.3 : Hibrit (Mezzanine) Finansman Modelinde İhraç Edenin Ödeme Önceliği

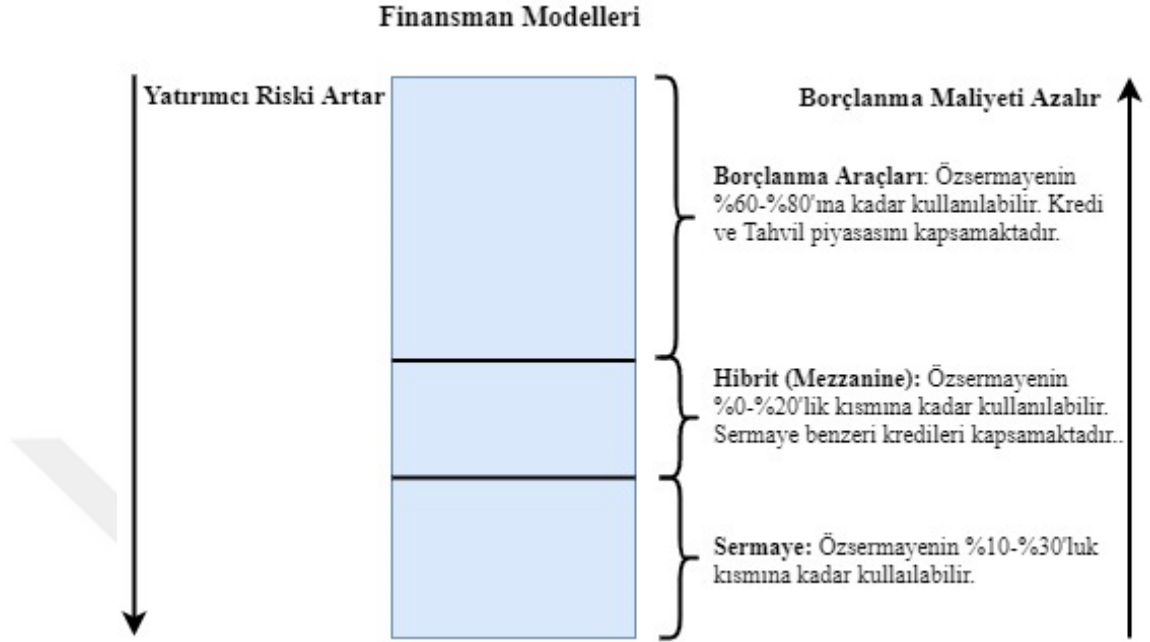


Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Borca dayalı finansman modelinden özkaynağa dayalı finansman modeline doğru gidildikçe yatırımcının üstlendiği risk artarken, ihraç edenin borçlanma maliyeti tam tersi istikamette azalmaktadır. Bu doğrultuda yatırımcının üstlendiği risk karşılığında talep ettiği getiri oranı da doğru orantılı olarak artmaktadır. Ayrıca, bu finansman modeli ucuz kaynak temini imkânı sağladığından ihraç eden için daha sert hukuki yükümlülükleri beraberinde getirmektedir. Aşağıdaki tabloda detaylı olarak açıklanmıştır.

⁹⁷ Feng Dong, vd., “Stochastic Optimization of Capital Structure in PrivatelyFunded Infrastructure Projects,” **The Journal of Private Equity**, Vol. 15, No.1, 2011, s. 36-47, s.36.

Tablo 1.4 : Yatırımcı ve İhraç Eden Açısından Finansman Modelleri



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Altyapı yatırımının finansmanı amacıyla kullanılan hibrit finansman modelinde, gerçekleştirecek tüzel kişiliğin proje için özkaynak (sermaye) tesis etmesi ve sonrasında dış kaynak sağlayacak tüzel veya gerçek kişiliğin projeye ortak olması söz konusudur. Bu nedenle, borca dayalı finansman modellerinden farklı olarak hibrit finansman modelinde özkaynağa belli oranda yer verilmektedir. Bu model, altyapı projesi gerçekleştirecek kurum veya kuruluşların alternatif finansman kaynaklarına kolaylıkla ulaşmasına imkân sağlarken, şirket özkaynağına sağladığı ilave sermaye ile kaldıraç oranına da olumlu katkı sağlamaktadır. Öte yandan, mezzanine yatırımcısı iç verim oranına* göre; mevduat, hisse senedi vb. diğer alternatif getirilere kıyasla daha yüksek getiri beklentisi içinde olur.⁹⁸ Bu finansman modelinin en sık kullanıldığı türler aşağıda açıklanmıştır.

* İng. Internal Rate of Return

⁹⁸ Arthur D. Robinson, vd., "Mezzanine Finance: Overview," **Simpson Thacher & Bartlett LLP**, 2013, s.2.

1.1.2.1. Sermaye Benzeri Kredi ve Tahvil

Sermaye Benzeri Kredi* ve Tahvil**, ikincil derecede teminatsız borçlanma araçları olarak en sık kullanılan hibrit finansman ürünleridir. Birinci derece borçlanma araçlarına kıyasla yatırımcı açısından daha riskli ürünlerdir. Günümüzde, finansal kuruluşlar, özel şirketler vb. sermaye benzeri kredi ve tahvil ihracı yöntemiyle uzun vadeli kaynak temini gerçekleştirmektedir. Bu finansman modeliyle kaynak arayışında olan kuruluşlar, genellikle sabit faiz ile borçlanmayı talep etmektedir.

Dünya’da bu finansman modellerini destekleyen finansal kuruluşlar vardır. Avrupa Yatırım Bankası (AYB), Küresel Altyapı Basel Kuruluşu (GIB) bu finansal kuruluşlar arasındadır. Özellikle AYB, altyapı yatırımlarının finansmanı amacıyla hibrit finansman modelini kullanmaktadır. Sırasıyla, projeye özel tahvil ihracı ve gerçekleşen ihraç sonucunda elde edilen gelirin projeye aktarılması ve sonrasında altyapı yatırımının ilave finansman ihtiyacı için AYB tarafından sağlanan sermaye benzeri kredi projeye aktarılması söz konusudur. Buna ek olarak, proje kaynaklı olası temerrüt riski için garantörlük veren monoline sigorta şirketlerinin yerini bir AYB kuruluşu olan “Proje Tahvili Kredi Geliştirme” almaktadır. Alınan bu destek sonucu ihraç aşamasında yatırımcıların dikkat ettiği tahvil derecelendirme notunun istenen düzeye çıkmasına yardımcı olmaktadır.⁹⁹

AYB tarafından altyapı yatırımlarında ilk finansman enerji sektöründe 2013 yılında İspanya’da gerçekleştirilen “Castor Gaz Depolama İstasyonu” inşaatıdır. Otuz yıl vadeli 1,4 milyar EUR tutarında proje tahvil ihracı ve 200 milyon EUR tutarında sermaye benzeri kredi ile ilgili altyapı finansmanı gerçekleştirilmiştir. AYB tarafından aynı kapsamda İngiltere, Belçika, Fransa, Almanya gibi AB ülkelerinde altyapı

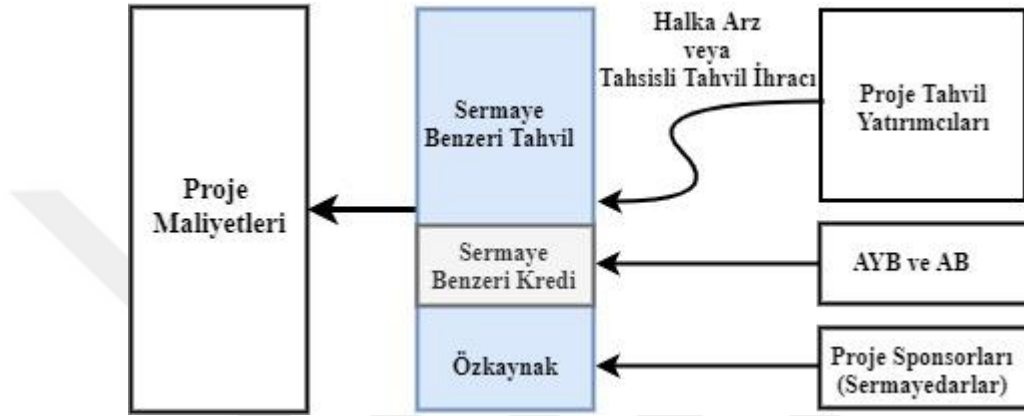
* İng. Subordinated Loans

** İng. Subordinated Bonds

⁹⁹ AYB tarafından krediler iki şekilde tahsis edilmekte olup; ÖAŞ’ye projenin en başında 200 mio EUR tutarına kadar garantörlük veya ekstra maliyetler sebebiyle projenin ihtiyaç duyduğu ilave tutarın finansmanı şekliyle gerçekleştirilmektedir. AYB tarafından sağlanan diğer finansal ürün ise sermaye benzeri tahvildir.

yatırımlarının finansmanı gerçekleştirilmiştir.¹⁰⁰ Sermaye benzeri kredi ve tahvilin yer aldığı bu finansman modeline ait paydaşlar şekil 17’de detaylandırılmıştır.

Şekil 1.7 : Sermaye Benzeri Tahvil ve Kredi Finansmanı



Kaynak: European Investment Bank, “An outline guide to Project Bonds Credit Enhancement and the Project Bond Initiative”, (Çevrimiçi), <https://www.eib.org/>, Erişim: 15 Aralık 2020.

1.1.2.2. Hisse Senedine (Paya) Dönüştürülebilir Tahvil

Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahvil (HDT)*, ihraç öncesinde belirlenmiş miktardaki tahvili hisse senedine dönüştürme hakkını itfa tarihinde sunan menkul kıymettir. Bu dönüştürme hakkı zorunlu olmayıp; sadece yatırımcısına sunulan opsiyon olarak ifade edilmektedir.¹⁰¹ HDT’nin en önemli özelliği; tahvilin içerdiği anapara garantisi ile birlikte hisse senedi piyasasındaki yüksek getiri potansiyelinin bir arada sunulmasıdır. Genellikle, yatırımcı düşük faiz oranına sahip tahvil getirisine

¹⁰⁰ Rossi, vd., **Infrastructure Project Finance and Project Bonds in Europe**, s.64-72.

* İng. Convertible Bond

¹⁰¹ Jan De Spiegeleer, Wim Schoutens, **The handbook of convertible bonds: Pricing, strategies and risk management**, John Wiley & Sons, 2011, s.3.

katlanırken şirketin değerlenmesiyle birlikte hisse senetlerindeki artışı göz önünde bulundurmaktadır.¹⁰²

İhraç eden kuruluş açısından bakıldığında; borçlanma araçlarına nazaran maliyeti daha düşük, özkaynak finansmanına kıyasla ise daha yüksektir. HDT'lerin halka arz edilerek veya edilmeksizin ihracı gerçekleştirilmektedir. Günümüz itibariyle hisse senedine dönüştürülebilir tahvil özellikle yeni kurulan ve gelişme potansiyeli barındıran firmalar için uygun maliyetle borçlanma imkânı sunmaktadır.

HDT piyasasındaki işlem hacminin yaklaşık %75'lik kısmı ABD ve AB ülkelerinde gerçekleşmektedir. Bu finansman modeliyle ilk işlem ise 1881 yılında ABD'de bir altyapı yatırımı olarak gerçekleştirilen demiryolu inşa projesi için kullanılmıştır.¹⁰³ Genellikle, HDT'ler altyapı yatırımlarında yeniden yapılandırma ya da mevcut projeye ek finansman sağlamak amacıyla kullanılmakta olup; çeşitli havalimanı, enerji projelerine yönelik finansman sağlamaktadır.¹⁰⁴

1.1.2.3. Varanlı Borçlanma Araçları

Varanlı satılan borçlanma araçları*, belirlenmiş sayıda varlığı önceden belirlenen tarih ve fiyatla yatırımcılarına vade sonunu beklemezsizin şirket paylarını satın alma hakkını ifade eden menkul kıymettir.¹⁰⁵ Varanlı tahviller dalgalanmanın yoğun olduğu piyasa koşullarında vade sonunu beklemek istemeyen yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir.¹⁰⁶ Buraya kadar HDT'ye çok benzeyen varanlı tahvil

¹⁰² Özlem Özdemir, "Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahviller Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği, Öneriler," **Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü**, 1999, s.1-5.

¹⁰³ Jan De Spiegeleer, Wim Schoutens, Cynthia Van Hulle, **The handbook of hybrid securities: convertible bonds, coco bonds, and bail-in**, John Wiley & Sons, 2014, s.19.

¹⁰⁴ Jana Schebera, "Development of Airfreight Hubs in the Greater Pearl River Delta: A Competitive Analysis of Guangzhou Baiyun International Airport and Hong Kong Chek Lap Kok International Airport," **Phd Thesis**, Diplomica Verlag, 2006, s.70.

* İng. Bond with Warrants

¹⁰⁵ Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhardt, **Financial Management: Theory & Practice**, 14th Edition, Cengage Learning, 2013, s.765.

¹⁰⁶ Merna, Njiru, **Financing Infrastructure Projects**, s.45.

üç temel noktada HDT'den ayrılmaktadır. İlk olarak vade tarihinde bir satın alma varantı işleme konulduğu takdirde hâlihazırda dolaşımda olmayan hisse senetlerinin teslimi söz konusuysa HDT'de dolaşımda olan hisse senetleriyle sınırlıdır.¹⁰⁷ Varantlar sadece ihraç eden kuruluş tarafından sunulurken; satın alma veya satma hakkı ise sadece yatırımcıya verilmiştir.¹⁰⁸ Son olarak ise varanlı tahvillerin vadesi genellikle HDT'ye kıyasla daha uzundur. Çalışmamızı ilgilendiren kısmıyla; bu farklara daha fazla değinilmeyecektir.

Altyapı yatırımlarını ilgilendiren varanlı tahviller, genellikle özel sektör tarafından gerçekleştirilen altyapı projelerinde kullanılmaktadır. Yatırımcı, elindeki varant hakkını kullanarak ilgili altyapı projesine ait borç karşılığında (tahvil) şirkete ait hisse senetlerinden alabilme hakkına sahiptir. Varant, altyapı projesinde yatırımcıya değiştirme imkânı sağladığı için daha düşük faiz getirisine rağmen tercih edilmektedir.¹⁰⁹

1.1.2.4. İmtiyazlı Paylar (Hisse Senetleri)

İmtiyazlı Paylar*, ihraç eden şirket üzerinde pay sahibine adi paylara nazaran "imtiyazlı" haklar sunan hisse senetleridir.¹¹⁰ Paylar üzerindeki imtiyazlar; temettü dağıtımını, tasfiye bakiyesine iştirak, oy hakkı, rüşhan hakkı vb. olmak üzere birçok hususta şirketin esas sözleşmesinde bulunmak şartıyla düzenlenmektedir. Buna ek olarak, imtiyazlı pay senedi sahipleri şirketin tasfiyesi halinde adi pay senedi

¹⁰⁷ Atila Yanpar, "Yapılandırılmış finansal araçların sermaye piyasası mevzuatı ve ilgili diğer mevzuat çerçevesinde değerlendirilmesi," **SPK Aracılık Faaliyetleri Dairesi Yeterlik Etüdü**, Ankara, 2007, s.23.

¹⁰⁸ Aysel Gündoğdu, Türk Sermaye Piyasasında Yapılandırılmış Yeni Bir Finansal Ürün: Varant, **Sosyal ve Beşerî Bilimler Dergisi**, Vol.4, No.1, 2012, s.57-65, s.58.

¹⁰⁹ Süreyya Bakkal, **Yapılandırılmış finansal araçlar ve aracı kuruluşların kaldırılabilir hisse senedi piyasaları**, İstanbul, Hiperlink Yayınları, 2011, s.35.

* İng. Preferred Stock

¹¹⁰ Oruç H. Şener, **Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku**, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2012, s. 528

sahiplerine göre alacak hususunda önceliklendirilmiştir.¹¹¹ Adi hisse senedi sahiplerine göre kâr dağıtımında ve tasfiye halinde önceliklendirilmesi ise tahvil ile benzeşmektedir.¹¹² İhraç eden açısından ise ikincil derecede borçlanma araçları arasında özkaynak finansmanına en yakın olanıdır.¹¹³ Şirket bilançosunda özkaynaklara kaydedilen imtiyazlı paylar, pay sahibinin hukuki hakları açısından da özkaynak finansmanına benzerlik göstermektedir.¹¹⁴ Finansal enstrümanlar arasında ise gelişmekte olan sermaye piyasası borçlanma araçları arasında yer almaktadır.

Altyapı yatırımlarında bu finansman modelinin hibrit özellikleri sebebiyle hem yatırımcı hem de ihraç eden açısından riskleri mevcuttur. İmtiyazlı hisse senedi ihracı, nispi olarak tahvil ihracından daha yüksek maliyetli olup; hisse senedi ihracından ise daha düşük maliyetlidir.¹¹⁵ Ayrıca, normal hisse senedi ihracıyla şirket üzerinde oluşacak kontrol problemlerini engellemek adına bu ihraç yöntemi tercih edilmektedir. Örneğin, S&P Dow Jones'ta ABD altyapı yatırımları imtiyazlı hisse senetlerine özel endeks dahi mevcuttur.¹¹⁶ İmtiyazlı hisse senedi yatırımcısı ise genellikle hedge fonlar, borsa yatırım fonları ve borsa dışı yatırım fonlarıdır.

1.1.3. Özkaynak Finansmanı ile Gerçekleştirilen Altyapı Yatırım Finansman Modelleri

Özkaynak finansmanı, yatırımcılar tarafından sağlanan fonlar karşılığında şirket üzerinde ortaklık, yönetim veya imtiyaz hakkı verilmesi suretiyle gerçekleştirilen

¹¹¹ Oğuz K. Ünal, “Anonim Ortaklık Yönetim Kurulunun İmtiyazlı Hisse Senedi Çıkarma Yetkisi,” *Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, Vol.4, No.2, 2000, s.6.

¹¹² Nurhan Aydın vd., *Finansal Yönetim*, Eskişehir, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını, 2007, s.264.

¹¹³ Bkz.: Tablo 1.3.

¹¹⁴ Brigham, Ehrhardt, *Financial Management: Theory & Practice*, s.761.

¹¹⁵ Croce, R. D. vd., s.31.

¹¹⁶ S&P Dow Jones, “Infrastructure Stock Index”, (Çevrimiçi), <https://www.spglobal.com/spdji/en/index-finder/>, 14 Kasım 2019.

finansman işlemidir.¹¹⁷ Sağlanan finansman tutarının toplam özkaynaklar içerisindeki payı, yatırımcıların şirket üzerindeki payını ve dolayısıyla temsil hakkını belirler. Başkasından özkaynak finansmanı sağlayan şirket, genellikle vadesi net olarak belirlenmiş uzun vadeli kaynağa ulaşmış olur. Bu tür özkaynak finansmanı sağlayan şirketin kredibilitesi (*İng. credibility*) olumlu etkilenir ve daha düşük maliyetle bankalar ve diğer finansal kuruluşlar nezdinde kaynak bulmasının yolu açılır.¹¹⁸

Altyapı yatırımlarının özkaynakla finanse edildiği durumlarda yatırımcılar projenin varlıkları ve potansiyeli üzerine yatırımlarını yapmış olurlar. Dolayısıyla, kurulan ortaklıkla birlikte her iki taraf da projenin riskini üstlenirken; sermayedarlar getiri açısından diğer yatırım araçlarına nazaran daha yüksek getiriyi talep ederler.¹¹⁹ Bu riskler ise altyapı projesine sağlanan finansmanın ortaklık esasına dayanması sebebiyle yatırımcılara anapara garantisi verilmemesi ve ödeme önceliğinde en son sırada yer almasını içerir. Bir diğer ifadeyle, birincil ve ikincil derecede ödeme yükümlülüğüne sahip borçlanma araçlarının (Örn: kredi, tahvil, mezzanine vb.) ödenmesinden sonra özkaynak finansörleri yatırdıkları tutar için hak iddia edebilirler.¹²⁰ Öte yandan, altyapı yatırım varlıklarının doğası gereği öngörülebilir ve düzenli nakit akış imkânına sahip olması uzun vadeli fon yöneticileri (örn: bireysel emeklilik fonları, yatırım fonları, sigorta şirketleri vb.) açısından özkaynak finansmanına yönelik risk düzeyini azaltır.¹²¹

Özkaynak finansman modelleri iki başlık altında ele alınacaktır. Bunlar; halka açık sermaye piyasaları (*İng. public equity*) üzerinden halka arz modeli (*İng. listed*) ve özel sermaye fonlarıyla (*İng. private equity*) halka arz edilmeksizin (*İng. unlisted*)

¹¹⁷ Nurhan Aydın, “Finansal Yönetim-1”, **Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar**, Ed. by. Güven Sevil, Mehmet Başar, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2012, s.9.

¹¹⁸ Aysel Gündoğdu, **Finansal Yönetim Temel Teoriler ve Açıklamalı Örnekler**, Seçkin Yayınevi, s. 309-310.

¹¹⁹ Bkz. Tablo 1.4.

¹²⁰ Bkz. Tablo 1.3.

¹²¹ Turan Erol, Deniz D. Ozuturk, “An Alternative Model of Infrastructure Financing Based on Capital Markets: Infrastructure REITS (InfraREITs) in Turkey,” **Journal of Economic Cooperation & Development**, Vol.32, No.3, 2011, s.68.

finansman modelleridir. Aralarındaki temel fark ise halka açık piyasaların tüm yatırımcılara hitap etmesi ve özel sermaye piyasasına kıyasla daha şeffaf olmasıdır. Her iki finansman modeli için de asıl olan projenin varlıkları ve potansiyeli üzerine yatırımların gerçekleştirilmesidir. Genellikle, halka arz yöntemiyle hisse senedi sahibi olan yatırımcılar projenin yönetimine yok denecek kadar az etki ederken; özel sermaye sahipleri yaptıkları yatırım karşılığında projenin yönetimde söz sahibi olurlar. ABD’de özel sermaye fonlarının toplam büyüklüğü 2006 yılında sadece birkaç yüz milyar USD seviyesinde iken bu hacmin her geçen gün arttığı belirtilmektedir.¹²² Öte yandan, Dünya’da gelişmiş 23 ülkede altyapı varlıklarına sahip veya işleten konumundaki 143 şirketi kapsayan en büyük altyapı endeksi olan “MSCI Altyapı Endeksi”nin (*Ing. MSCI Infrastructure Index*) 2015 yılında piyasa büyüklüğü 2,6 trilyon USD seviyesine ulaşmıştır.

1.1.3.1. Halka Arz Yöntemiyle Gerçekleştirilen Finansman Modelleri

Organize sermaye piyasaları aracılığıyla halka arz yöntemi kullanılarak gerçekleştirilen finansman modelleri; hisse senetleri, altyapı yatırım fonları, master limited ortaklıklar, altyapı yatırım ortaklıkları ve altyapı gayrimenkul yatırım ortaklıkları olarak ifade edilmektedir. Genellikle, özel şirketler tarafından altyapı yatırımlarının finansmanı amacıyla halka arz yöntemi kullanılmaktadır.

1.1.3.1.1. Hisse Senedi İhracı

Altyapı yatırımını hisse senedi ihracı yöntemini kullanarak gerçekleştirecek olan şirket hisse senetlerini halka arz eder. Organize piyasalarda şirket gelirlerinin en az %50’lik kısmının şirkete ait altyapı tesislerinden oluşması “altyapı şirketi” (*Ing.*

¹²² John J. Moon, “Public vs. private equity,” *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.18, No.3, 2006, pp. 76-82, s.76.

infrastructure company) tanımı için yeterli görülür.¹²³ Dünya'daki uygulamalar incelendiğinde kamuya veya özel sektöre ait şirketler tarafından bu finansman modeline başvurulduğu görülür.¹²⁴ Bu modelle sağlanan fonlar ise ilgili şirketin üstlendiği altyapı projesinin finansmanında kullanılmaktadır. Şekil 1.8'de görüldüğü üzere altyapı yatırım şirketlerinin daha yüksek getiri ve daha düşük volatilité barındırır.¹²⁵ 2016 yılında 405 altyapı şirketinin oluşturduğu hisse senedi piyasa büyüklüğü 3,1 trilyon USD seviyesine gelmiştir.¹²⁶

Şekil 1.8 : Global Altyapı Şirketler Endeksi ve Piyasa Endeksi Performans Karşılaştırması



Kaynak: EDHEC, “The Rise Of Fake Infra”, (Çevrimiçi), <https://edhec.infrastructure.institute/>, 20 Eylül 2020.

¹²³ Christoph Rothballer, Christoph Kaserer, “The risk profile of infrastructure investments: Challenging conventional wisdom,” **The Journal of Structured Finance**, Vol. 18, No.2, 2012, s.73.

¹²⁴ SJVN Limited, “Company Profile”, (Çevrimiçi), <http://sjvn.nic.in/company-profile.htm>, 08 Kasım 2018.

¹²⁵ EDHEC, “Listed Infrastructure”, (Çevrimiçi), <https://edhec.infrastructure.institute/research/listed-infrastructure>, 08 Kasım 2018.

¹²⁶ UBS Global Infrastructure & Utilities 50-50 Index as of 12/31/1995 ve CBRE Clarion Investable Universe’e ait 05/31/2016 tarihli verilerinden derlenmiştir.

1.1.3.1.2. Altyapı Yatırım Fonu

Altyapı Yatırım Fonu*; altyapı projelerine, şirketlerine vb. yatırım yapmak amacıyla kurulan ve yatırımcı adına inançlı mülkiyet ve riskin dağıtılması prensiplerine dayalı fon yönetimi gerçekleştiren finansal kuruluştur.¹²⁷ Halka arz sonucunda toplanan kaynak özkaynak finansmanı şeklinde ilgili altyapı yatırımına aktarılır. Bu fonların ortak özelliği, organize piyasalarda¹²⁸ işlem görmesidir. Altyapı yatırım fonları özellikle ABD’de kullanılmakta olup; “Açık Uçlu Fonlar” (*İng. Open End Funds*) ve “Kapalı Uçlu Fonlar” (*İng. Closed-End Funds*) olarak ikiye ayrılır.¹²⁹ Her iki fon türü için de halka açık olan veya olmayan şirketlere yatırım yapılması mümkündür.

Altyapı yatırım fonlarının açık uçlu ve kapalı uçlu olarak ayrışmasındaki temel ölçüt fondaki pay adedinin ihraç aşamasında veya sonrasında değişip değişmemesidir. Kapalı uçlu fonlar, sabit sayıda pay ihracıyla piyasaya sunulan ve işlem gören fonlardır. Bir diğer ifadeyle, standartları ve pay adedi baştan belirlenmiş ve ilave yatırıma kapalı olan yatırım fonudur. Halka arz sonucunda yatırımcı tarafından sağlanan kaynak, yalnızca itfa tarihinde veya ikinci el piyasada satılarak nakde çevrilebilir.¹³⁰ Buna fonlara dayalı katılım payları hisse senetlerine benzer şekilde organize piyasalarda işlem gördüğünde likit özellik barındırırlar. Açık uçlu fonlarda ise ihraç sonrasında pay adedinde değişim ve fona ilave kaynak aktarımı mümkündür.

* İng. Infrastructure equity funds

¹²⁷ Kevin Davis, “Listed infrastructure funds: funding and financial management,” *JASSA*, Vol.1, 43-47, 2009, s.44

¹²⁸ Organize Piyasalar: Organize piyasalar düzenleyici kuruluşların gözetim ve denetimi altında merkezi bir yapı arz edecek şekilde faaliyet gösteren, belirlenmiş yazılı kurallara bağlı olarak ve genellikle belirli mekan/platformda işlem gerçekleştirilen piyasalar olarak tanımlanabilecektir.

¹²⁹ Croce, R. D. vd., s.35.

¹³⁰ SEC, “Closed End Funds”, (Çevrimiçi), <https://www.investor.gov/additional-resources/general-resources/glossary/closed-end-funds>, 21 Aralık 2018.

1.1.3.1.3. Master Limited Ortaklıklar (MLO)

Master Limited Ortaklık (MLO)*, halka açık bir ortaklık formunda kurulan tüzel kişiliktir. Özellikle 1980’li yılların başından itibaren yaygınlaşmıştır. Bu ortaklıklar, ABD’de kurumlar vergisinden muaf olup; sermayenin asgari %90’lık kısmının petrol&gaz arama, ulaşım, madencilik vb. sektörlerin finansmanında değerlendirilmesi zorunluluğu vardır.¹³¹ Vergi avantajı sağlaması, organize piyasalarda işlem görmesi ve uzun vadeli sözleşmelerle nitelikli kaynaklardan sağlanan düzenli nakit akışı nedeniyle bu fonlar yatırımcı tarafından tercih edilmektedir. “Sınırlı Ortaklık” (*İng. Limited Partnership*) ve “Genel Ortaklık” (*İng. General Partnership*) olmak üzere iki çeşit ortaklığı kendi içinde barındıran MLO’da fonun işletim ve yönetim hakkı azınlık olarak yer alan genel ortaklara aittir. Şekil 1.9’da görüldüğü üzere MLO’nun kurucu ortakları, ortalığı vekaleten yöneten genel ortaklar, yatırımcılar ve MLO’nun yönettiği altyapı varlıklarından oluşur. MLO fonları, NASDAQ veya New York Borsası’nda (NYSE) işlem görür. MLO kendi tüzel kişiliği altında varlıklarını yöneten yapısıyla diğer yatırım fonlarından ayrışır.¹³²

Bugün itibariyle, yeşil enerji projelerine ait altyapı projelerinde MLO modeli yayın olarak uygulanmaktadır. Vergi istisnasına konu sektörler arasında yer alan yeşil enerji projelerinde, kaynak maliyetinin ucuzlamasıyla birlikte finansman temin eden şirket açısından MLO, finansman modeline dönüşmektedir. 2013 yılı itibariyle ABD’de, MLO piyasa büyüklüğü 400 milyar USD seviyesine ulaşmıştır.¹³³ 2016 yıl sonu verilerine bakıldığında, %7,1’lik yıllık getiri oranıyla global gayrimenkul yatırım

* İng. Master Limited Partnership

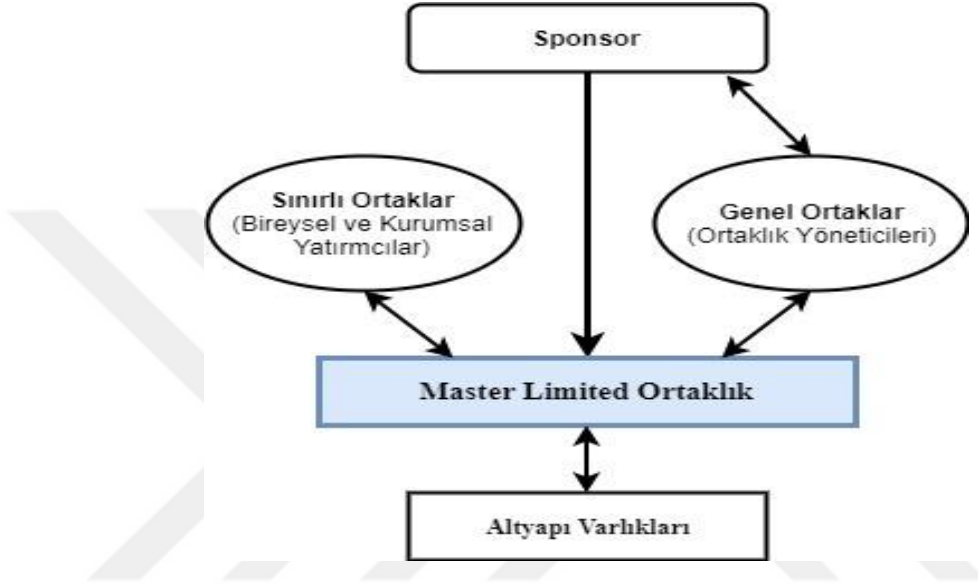
¹³¹ Cabell E. Massey, “Master Limited Partnerships: A Pipeline to Renewable Energy Development,” *U. Colo. L. Rev.*, Vol. 87, 1009, 2016, s.1010-1011.

¹³² Frank Benham vd., Master Limited Partnerships (MLPs), *SSRN*, No.2447661, 2014, s.1.

¹³³ Sean Flannery, Wilson Rickerson, “Expanding the Investor Base and Lowering the Cost of Capital for Renewable Energy through Master Limited Partnerships,” **Prepared for the Union of Concerned Scientist**, 2014, s.2.

ortaklığı endeksi, S&P hisse senedi endeksi ve Amerikan 10 yıllık tahvil getirisini geride bıraktığı görülür.¹³⁴

Şekil 1.9 : Master Limited Ortaklık Modeli



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

1.1.3.1.4. Altyapı Yatırım Ortaklığı

Altyapı Yatırım Ortaklıkları (AYO)*, yatırımcılardan toplanan kaynağı doğrudan altyapı projesine aktaran ve sonucunda oluşan proje gelirini yatırımcılarla paylaşan yatırım ortaklığıdır.¹³⁵ Finansal özellikleri itibariye yatırım fonları (*Ing. mutual funds*), Altyapı GYO ile benzerlik göstermektedir. Altyapı GYO’dan ayrılan en önemli farkı, AYO’nun nakit akışı üretmeyen inşaat halindeki altyapı projelerine

¹³⁴ Bloomberg, “Data”, (Çevrimiçi), 31 Aralık 2019

* İng. Infrastructure Investment Trusts (InvITs))

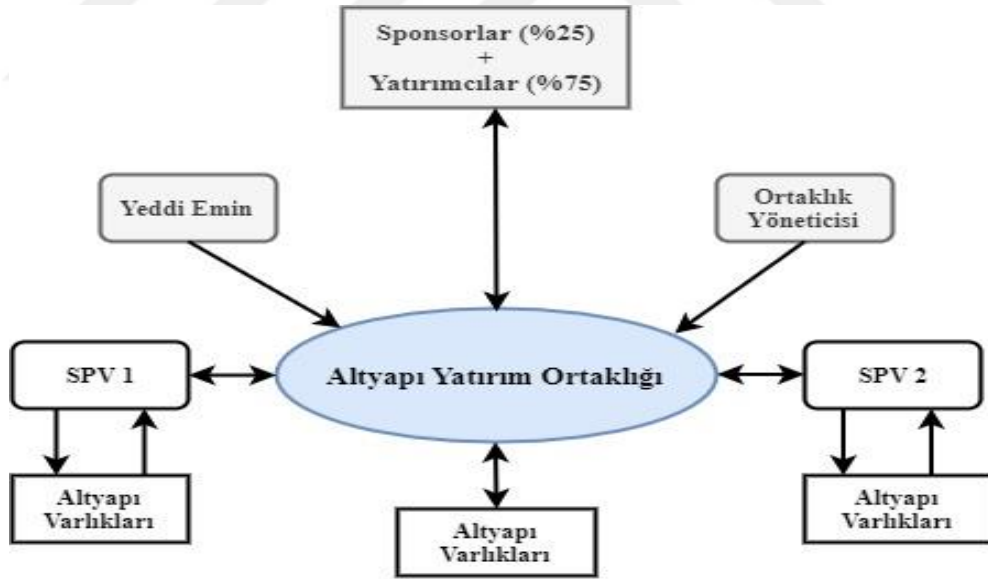
¹³⁵ Rupin Pawha, Prashant Pranjali, Ananya Mohan, “Infrastructure Investment Trusts: A Roadmap for Growth,” **Taxmann's Corporate Professionals Today**, vol. 31, 2014, s.1.

toplam varlıklarının maksimum %10'u kadar yatırım yetkisiyle sınırlandırılmış olmasıdır.¹³⁶

Özellikle Hindistan'da bu modele yönelik birçok düzenleme yapılmıştır. Nitekim 2014 yılından itibaren AYO Hindistan'da bir finansman modeli olarak kullanıldığı bildirilmektedir. Günümüz itibariyle AYO'nun ihraç ettiği sertifikalar Hindistan borsasında işlem görmektedir.¹³⁷

AYO, genellikle yeni altyapı projeleri için finansman sağlar. Yatırımcılar açısından, Altyapı GYO ile kıyaslandığında daha az likittir. AYO'da otoyollar, köprüler gibi uzun vadeli altyapı yatırımlarına yönlendirilen portföyün düzenli nakit akış sağlaması Altyapı GYO'ya nazaran daha uzun zaman alır.¹³⁸ Finansal model olarak dört farklı taraftan oluşan AYO, Şekil 1.10'da detaylandırılmıştır.

Şekil 1.10 : Altyapı Yatırım Ortaklık Modeli



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

¹³⁶ SEBI, "Consultation paper for amendments to the SEBI (Infrastructure Investment Trusts) Regulations, 2014", (Çevrimiçi), <https://www.sebi.gov.in/>, 30 Aralık 2019

¹³⁷ Croce, R. D. vd., s.36.

1.1.3.1.5. Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (AGYO), bazı ülkelerde AGYO tanımı ile diğer gayrimenkul yatırım ortaklıklarından ayrıştırılmamıştır. Öncelikle, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) açıklanacak ve sonrasında AGYO detaylandırılacaktır. GYO, doğrudan gayrimenkullere, gayrimenkul projelerine ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen ya da gayrimenkul projelerini inşa etmek amacıyla kurulabilen ortaklıklardır.¹³⁹ GYO* yöneticileri doğrudan projenin ve proje varlıklarının yönetimini üstlenmektedir. Genellikle bu ortaklıkların gelirleri vergi istisnasına tâbidir.

GYO ilk olarak ABD’de kurulmuş ve 1960’lı yılların başından itibaren finansal model olarak kullanılmaya başlanmıştır. Günümüzde bu model gayrimenkul projeleri için sermaye piyasaları aracılığıyla geniş kitlelerden kaynak teminine imkân sağlamaktadır. Öte yandan, halka arz edilmeksizin özel ortaklıklar tarafından da GYO kurulabilmektedir. 2017 yıl sonu verilerine göre; 37 ülkeden 483 farklı global GYO şirketinin yer aldığı endeksin büyüklüğü 1,7 trilyon USD seviyesine gelmiştir.¹⁴⁰

Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları’na gelince (AGYO)** , bu finansman modeli telekomünikasyon, ulaşım, enerji sektörlerinde yer alan projelerin gerçekleştirilmesi amacıyla kurulan ortaklıklardır. AGYO’ya ait varlıklar özellikle baz istasyonları, haberleşme istasyonları, fiber, otoyollar, doğalgaz boru hatları vb. altyapı varlıklardan oluşmaktadır. Belirtilen altyapı varlıkları uzun vadeli nakit akışı üretebilir ve ekonomik ömrü 30 ile 50 yıl arasında değişkenlik gösterir.¹⁴¹ Gelişmekte olan

* İng. Real Estate Investment Trusts (REITs)

¹³⁹ SPK, “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Tanıtım Rehberi”, (Çevrimiçi), <https://www.spk.gov.tr/>, 21 Aralık.2018.

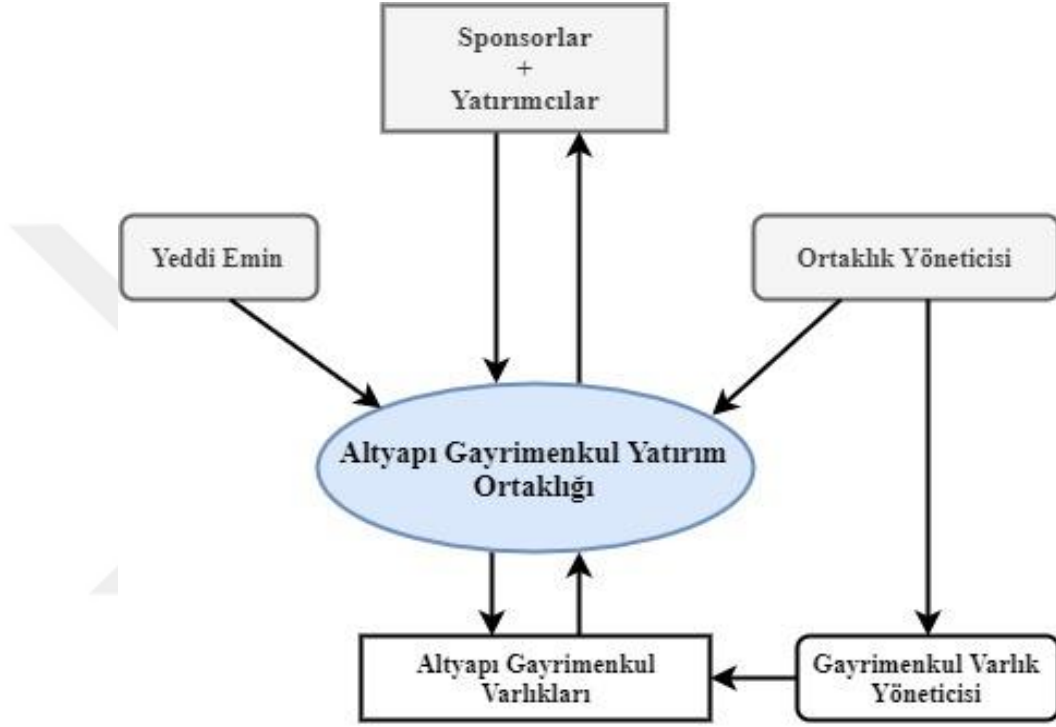
¹⁴⁰ Ernst and Young, “How REIT regimes are doing in 2018”, (Çevrimiçi), https://www.ey.com/en_gl/, 28 Kasım 2018

** İng. Infrastructure Real Estate Investment Trust (Infra REITS)

¹⁴¹ David Parker, **The Routledge REITs Research Handbook**, Routledge, 2018, s.62.

özkaynak finansman ürünleri arasında yer alan AGYO, altyapı varlıklarının barındırdığı düşük risk ve düzenli nakit akışını yatırımcılara sunar.¹⁴²

Şekil 1.11 : Altyapı GYO Modeli



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

1.1.3.2. Halka Arz Edilmeksizin Gerçekleştirilen Finansman Modelleri

Halka arz edilmeksizin gerçekleştirilen özkaynak finansman modelleri; altyapı yatırım fonları, altyapı yatırım ortaklığı ve doğrudan altyapı yatırım ürünleridir. İlgili finansman modelleri genellikle kurumsal yatırımcılar (örn: emeklilik fonları, varlık fonları, sigorta şirketleri vb.) tarafından tercih edilir.¹⁴³ Nakit akışı düzenli, düşük risk

¹⁴² Erol, Ozuturk, “An Alternative Model of Infrastructure Financing Based on Capital Markets: Infrastructure REITS (InfraREITs) in Turkey”, s.70.

¹⁴³ Preşin, “Infrastructure Spotlight June 2012”, (Çevrimiçi), <https://preşin.com/>, 02 Ocak 2019

içeren ve uzun vadeli getiri imkânı sağlayan altyapı projelerine kurumsal yatırımcıların teveccühü sonucunda bu modeller gelişmeye başlamıştır. Buna ek olarak, bazı küçük emeklilik fonları ve diğer küçük fonlar sınırlı kapasiteleri nedeniyle sınırlı ortak olarak bu projelerde yer almaktadır.¹⁴⁴ Ayrıca, bu finansman modeli organize piyasalarda işlem görmemesi sebebiyle likiditesi sınırlı yatırım araçları arasındadır. Dünya’da 4 trilyon USD’lik özel sektör altyapı varlıklarının içinde halka arz edilmeden gerçekleştirilen altyapı varlıklarının tutarı 600 milyar USD seviyesindedir.¹⁴⁵

Bu finansman modellerinin ortak özelliği ise yatırımcıların doğrudan veya dolaylı olarak proje varlıklarının yönetiminde ve geliştirilmesinde etkin rol almasıdır. Yatırımcılar tarafından sağlanan özkaynak doğrudan veya dolaylı olarak altyapı projesine aktarılmaktadır. Doğrudan özkaynak finansmanı ile (*İng. direct equity finance*) yatırımcılar, özkaynağı doğrudan altyapı şirketine aktarmaktadır. Dolaylı sağlanan özkaynak finansmanında (*İng. indirect equity finance*) ise sponsorlar altyapı fonları aracılığıyla projeye kaynak sağlamaktadır. Doğrudan özkaynak finansmanı altyapı şirketi üzerinde doğrudan ortaklık ve kontrol hakkı verirken; dolaylı finansmanla yatırımcı azınlık hissedar olarak daha maliyetli ve kontrol hakkının sınırlı olduğu özkaynak finansmanını gerçekleştirmektedir.

1.1.3.2.1. Halka Arz Edilmemiş Altyapı Yatırım Fonları

Halka arz edilmeyen altyapı yatırım fonu, çalışmamızda daha önce ifade edilen altyapı yatırım fonlarından fonun toplanış şekli itibarıyla ayrılmaktadır.¹⁴⁶ Halka arz edilmeksizin toplanan fonlar, fon yöneticileri tarafından altyapı projelerine veya şirketlere dolaylı özkaynak finansmanı şeklinde aktarılmaktadır. Kurumsal

¹⁴⁴ Croce, R. D. vd., s.36.

¹⁴⁵ Abhishek Gupta, Dimitris Melas, Raghu Suryanarayan, “Global Markets and Return Drivers,” **MSCI Analysis for the Ministry of Finance**, Norway, 2016, s.8.

¹⁴⁶ Altyapı Yatırım Fonu: Altyapı projelerine, altyapı şirketlerine vb. yatırım yapılması amacıyla kurulan ve yatırımcı adına inançlı mülkiyet ve riskin dağıtılması prensiplerine dayalı fon yönetimi gerçekleştiren finansal kurumlardır.

yatırımcılar, “sınırlı ortak” konumundayken, genel ortak ise fona ait varlıkların yönetimini üstlenmektedir.¹⁴⁷ Bu doğrultuda kurulan ÖAŞ’ye fon ortak olmakta ve sonrasında ortak sıfatıyla şirkete özkaynak finansmanı sağlamaktadır. ÖAŞ tarafından gerçekleştirilecek geri ödemeler ise ikincil derecede ödeme önceliğine sahiptir. Bu yöntem genellikle özel sektörün yer aldığı altyapı projelerinde finansman modeli olarak kullanılmaktadır.

Altyapı yatırım fonlarının dünyadaki hacmine bakıldığında 2007 yılında 41,2 milyar USD iken 2017 yılında 65,4 milyar USD seviyesine ulaştığı görülür.¹⁴⁸ En fazla yatırım yapan kurumsal yatırımcılar ülkesel bazda Avustralya, Kanada ve ABD’de ön plana çıkar. Kurumsal yatırımcılar arasında ise emeklilik fonları %23’lük pay ile ilk sırada yer alır.¹⁴⁹

1.1.3.2.2. Halka Arz Edilmemiş Altyapı Yatırım Ortaklığı

Halka arz edilmeyen altyapı yatırım ortaklığı; emeklilik, sigorta, varlık fonu vb. kurumların bir araya gelerek oluşturdukları altyapı varlıklarına ait portföyün yönetimi için kurulan ortaklığı ifade etmektedir. Fon yönetim komisyonlarının çok yüksek olması ve kurumsal yatırımcılar açısından artan maliyetlerin bertaraf edilmesi amacıyla diğer finansman modellerine alternatif olarak ortaya çıkmıştır. Altyapı yatırım ortaklığını kuran yatırımcıların ortak özellikleri; proje finansmanı için gerekli nakit akışı, fizibilite, varlıkların yönetimi gibi gelişmiş hizmetleri kendi bünyesinde gerçekleştirebilmesidir.

İngiltere Emeklilik Yatırım Platformu, Peru Emeklilik Fonu, Çin Emeklilik Fonu, Kanada Emeklilik Planlama ve Yatırım Kurumu vb. kuruluşlar kurdukları altyapı yatırım ortaklıkları* sayesinde altyapı yatırımlarını birçok ülkede

* İng. *Co-investment Trusts*

¹⁴⁷ Bkz. “Master Limited Ortaklık (MLO)”

¹⁴⁸ Preqin, “Global Infrastructure Report”, (Çevrimiçi), <https://preqin.com/>, 02 Ocak 2019

¹⁴⁹ Preqin, “The \$1bn Club: Largest Infrastructure Fund Managers and Investors”, (Çevrimiçi), <https://preqin.com/>, 02 Ocak 2019

gerçekleştirir.¹⁵⁰ Ayrıca, altyapı yatırım ortaklıkları devletler ve yatırım geliştirme enstitüleri tarafından teşvik edilmektedir.

1.1.3.2.3. Doğrudan Altyapı Yatırımı

Doğrudan altyapı yatırımları, hiçbir fon yöneticisi ve ortaklığın aracılığı olmadan sermaye sahiplerinin altyapı yatırımlarını doğrudan gerçekleştirdikleri finansman modelidir.¹⁵¹ Diğer bir ifadeyle altyapı projesine ve altyapı şirketine doğrudan yapılan finansman şeklidir. Bu enstrüman genellikle kurumsal yatırımcılar tarafından kullanılmaktadır. Projenin analizi, nakit akışı ve finansal yönetiminin zorluğunun yanında yatırımcı açısından kârlı yatırım enstrümanı olması sebebiyle tercih edilmektedir. Yatırımcı, önceden belirlediği çıkış stratejisi doğrultusunda beklenen kâr getirisine ulaştığında yatırımı sonlandırma hakkına sahiptir.¹⁵²

2013 yılında kurumsal yatırımcılar tarafından 35 milyar USD tutarında doğrudan altyapı yatırımı gerçekleştirilmiştir. Ülke bazında kurumsal yatırımcılara bakıldığında Avustralya, Kanada, Danimarka, Hollanda, İngiltere, Yeni Zelanda ve Güney Afrika'ya ait emeklilik fonları olduğu görülmektedir.¹⁵³ Dünya'da Ulusal Varlık Fonları (UVF) tarafından 2019 yılı içerisinde 8,7 milyar USD'lik doğrudan altyapı yatırımı gerçekleştirilmiştir.¹⁵⁴

¹⁵⁰ Fiona Stewart, Juan Yermo, "Infrastructure investment in new markets: challenges and opportunities for pension funds," **OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions**, No.26, 2012, s.15.

¹⁵¹ UBS, "Direct Infrastructure Equity", (Çevrimiçi), <https://www.ubs.com/>, 3 Şubat 2021

¹⁵² Bkz. "Hibrit Finansman ile Gerçekleştirilen Altyapı Yatırım Finansman Modelleri"

¹⁵³ Rafaela D. Croce, Rajiv Sharma, "Pooling of Institutional Investors Capital, Selected Case Studies in Unlisted Equity Infrastructure," **OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions**, No. 38, 2014, s.9.

¹⁵⁴ SWFI, "Sovereign Wealth Fund Direct Investment By Value", (Çevrimiçi), <https://www.swfinstitute.org/>, 2 Şubat 2021

1.2. Günümüzde Altyapı Yatırımlarında Başvurulan Faizsiz Finansman Modelleri

Altyapı yatırımlarında başvurulan faizli finansman modellerinin ötesinde faizsiz olarak gerçekleştirilen birçok finansman modeli mevcuttur. Faizsiz finansman modellerinin özünde ortaklık ve risk paylaşımı yer almakla birlikte; insanlığa ve çevreye zararlı olan hiçbir alanda finansmana müsaade etmemektedir. Fiyatın ve vadenin baştan belirlendiği, varlığa dayalı (*İng.* asset-backed) ve belirsizliği (*Ar. garar*) engelleyen sözleşme yapısı bu modelleri ayırtmaktadır.

Bu bölümde altyapı yatırımlarının finansmanında kullanılan faizsiz finansman modelleri açıklanacaktır. Öncelikle; sukukun menkul kıymetleştirilmemiş halini ifade eden ve altyapı yatırımlarının finansmanında kullanılan istisna, icare, müşareke, mudarebe ve icare finansman modelleri incelenecektir. Sonrasında ise faizsiz altyapı finansman modelleri arasında en çok tercih edilen sukuk finansman modelleri sözleşme bazında detaylandırılacaktır. Sukuk finansman modelleri; icare, müşareke, mudarebe, istisna, murabaha, hibrit ve yeşil sukuk olarak açıklanacaktır. Ayrıca, belirtilen tüm modellere ait dünya üzerindeki örneklere ve modeli ifade eden şekillere yer verilecektir.

1.2.1. İstisna Finansman Modeli

İstisna, sanat veya maharet gerektiren bir şeyi imal ettirmek için verilen sipariş anlamına gelmektedir. Sanatkâr ile sipariş veren arasında özellikleri ve ücreti baştan belirlenmiş olan ürünün veya eserin imalatı üzerine kurulan akittir.¹⁵⁵ Bu akit “eser sözleşmesi” olarak da anılmaktadır.¹⁵⁶ Sözleşme yapısı itibarıyla, altyapı yatırımları

¹⁵⁵ TDV “İslam Ansiklopedisi”, (Çevrimiçi), <https://islamansiklopedisi.org.tr/istisna--akit>, 11 Aralık 2019.

¹⁵⁶ Hacı Kara, “6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu’nun getirdiği yeni düzenlemeler,” **TBB Dergisi**, 2013, s.358.

gibi gerçekleştirilmesi zaman alan ürün veya projenin finansmanı için kullanılmaktadır.

İstisna finansman modeliyle gerçekleştirilen altyapı projesinde proje varlıkları satıcıdan satın alınır ve satış bedeli (peşin/vadeli) karşılığında proje inşa ettirilir. Proje tamamlandığında ise ilgili altyapı projesi işverene teslim edilir. Bu noktada, “alt eser sözleşmesi” olarak da ifade edilen paralel istisnadan söz etmemiz gerekir. Paralel istisna, projeye finansman sağlayan finansal kuruluşun imzaladığı istisna sözleşmesi sonucunda “eserin üreticisi” (yüklenici) konumuna geçmesiyle başlamaktadır. Finansal kuruluşun kendi bilgi ve tecrübesiyle inşa edemeyeceği projenin gerçekleştirilmesi amacıyla alt yükleniciyle alt istisna sözleşmesi imzalaması sonucunda paralel istisna akdi oluşmaktadır. Bu noktada, alt istisna sözleşmesinin, istisna sözleşmesinden bağımsız ve bağlayıcılık teşkil etmeden akdedilmesi şartı mevcuttur.¹⁵⁷ Ayrıca, finansal kuruluşun işveren ile vadeli bedel karşılığında sözleşmesi ve alt yükleniciyle peşin bedel karşılığında sözleşme yapması mümkündür.¹⁵⁸ Kâr amacıyla paralel istisna akdi gerçekleştiren finansal kuruluş, inşa sürecindeki proje riskini tamamen üstlenmektedir. Bu noktada, finansal kuruluş riskleri azaltmak için tekafül esaslı sigorta işlemine başvurabilir.¹⁵⁹ Öte yandan, finansman sağlayıcılar açısından istisna finansman modelindeki sabit fiyat şartı karşısında finans piyasalarında kısıtlı hedge imkânı mevcuttur. Bu minvalde, faizsiz finans kuruluşlarınca uzun vadeli finansman için uzun vadeli kaynak rezervi gerekmektedir.

Günümüzde mega projeler olarak nitelendirilen büyük altyapı projelerinde, paralel istisna finansman modeli diğer faizli finansman modelleriyle aynı konsorsiyum içerisinde yerini almaktadır. Buna ek olarak, proje finansmanının konvansiyonel

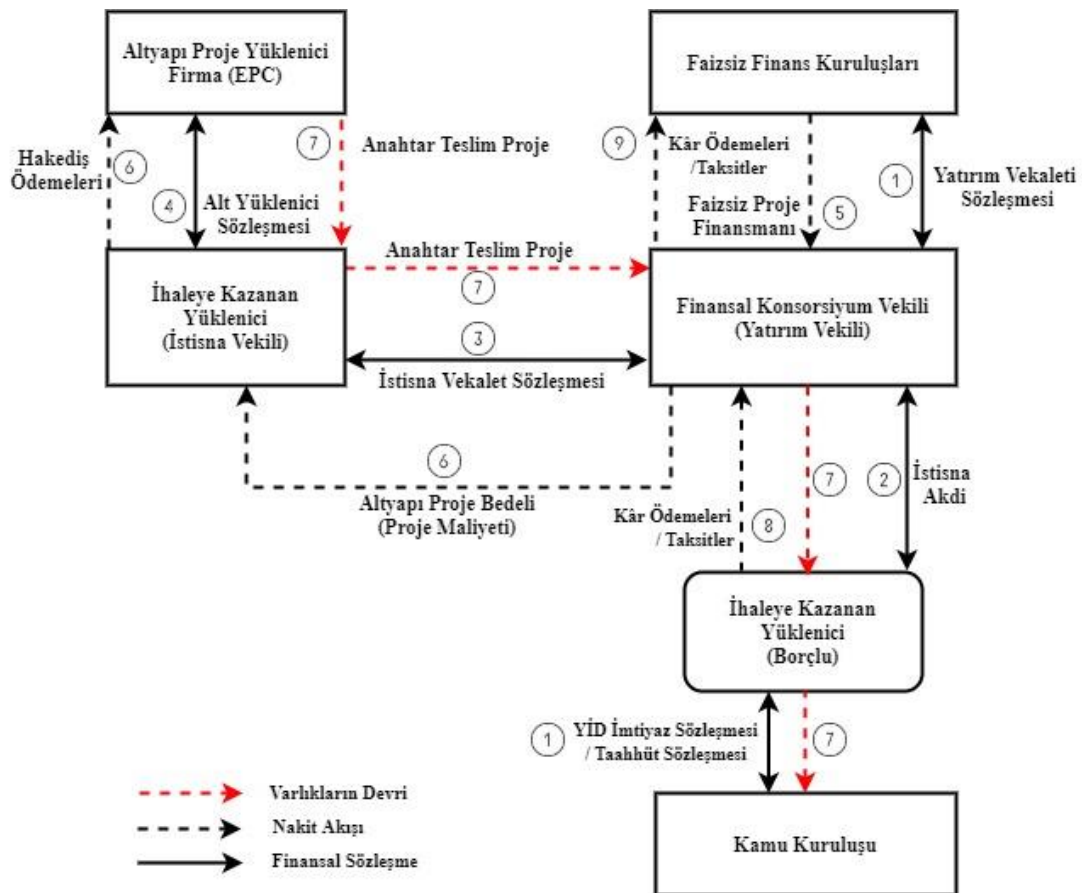
¹⁵⁷ Faizsiz Finans Standartları (AAOIFI), **Faizsiz Finans Standardı 11: Eser (İstisnâ) ve Alt Eser Sözleşmesi**, s.294-303.

¹⁵⁸ Finansal kuruluşların Yap-İşlet-Devret modeli üzerine gerçekleştirdikleri istisna akitlerinde bu ödeme şekli yaygın olarak kullanılmaktadır. Alt yükleniciye eserin üretimi için peşin ödeme gerçekleştirilirken; vadeli olarak işverenden tahsilatı gerçekleştirilmektedir.

¹⁵⁹ Faizsiz Finans Standartları (AAOIFI), **Faizsiz Finans Standardı 11: Eser (İstisnâ) ve Alt Eser Sözleşmesi**, s.305

finansman ve islamî finansman olarak ikiye ayrıldığı projeler de mevcuttur. Projenin belirli bir kısmına sağlanan finansmanla birlikte proje geliri de aynı kısma ait nakit akışına endekslenmektedir.¹⁶⁰ Şekil 1.12’de YİD projelerinde ve özellikle altyapı yatırımlarında kullanılan paralel istisna finansman modeli detaylı olarak anlatılmıştır.

Şekil 1.12 : YİD ve İstisna Finansman Modeli



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

¹⁶⁰ McMillen, Michael J. T., “Shariah-compliant infrastructure and project finance”, **Infrastructure Finance: Trends and Techniques**, Ed. by. Henry A. Davis, Euromoney Institutional Investor, London, 2008, s.382.

1. Kamu Kuruluşu ihaleyi kazanan firmayla “İmtiyaz Sözleşmesi”¹⁶¹ imzalar. Aynı zamanda projenin finansmanı amacıyla bir araya gelen faizsiz finans kuruluşları “Yatırım Vekaleti Sözleşmesiyle”¹⁶² altyapı projesi için belirlenen finansal temsilciyi sözleşme imzalamaya, finansmanı sağlamaya ve teminatları tesis etmeye “Yatırım Vekili” olarak tayin eder.
2. İhaleyi kazanan “Yüklenici (Borçlu)”, “Finansal Konsorsiyum Vekili” (Yatırım vekili) ile “İstisna Akdi” imzalar. Bu sözleşme uyarınca “Yatırım Vekili”, istisna varlıklarının tasarımını, yapımını ve “Yüklenici”ye teslimini taahhüt ederken, “Yüklenici” ise sipariş eden taraf olarak işin bedelini taksitler (anapara+kâr) halinde “Yatırım Vekili”ne ödemeyi taahhüt eder.
3. İstisna sözleşmesi sonrasında “Yatırım Vekili”, “Yüklenici” konumuna geçer. “Yüklenici”, “ihaleyi kazanan borçlu” ile mesleki tecrübe ve deneyimine istinaden “İstisna Vekili Sözleşmesi”¹⁶³ imzalar. Bu sözleşmeyle birlikte, “Yatırım Vekili” eseri ürettiren konumuna geçmektedir. “Yüklenici” ise “İstisna Vekili” konumuna geçmektedir.
4. Yüklenici/İstisna vekili, Alt Yüklenici Firma (EPC) ile işin anahtar teslim şekilde tamamlanması için Alt Yüklenici Sözleşmesi¹⁶⁴ imzalar ve alt yükleniciyi yetkilendirir.
5. Faizsiz Finansal Konsorsiyum, Finansal Konsorsiyum Vekili’ne (Yatırım vekili) projenin yapımına aktarılmak üzere proje finansman tutarını transfer eder.
6. Finansal Konsorsiyum Temsilcisi (Yatırım Vekili) proje finansman tutarını işi yapması için yetkilendirdiği “İstisna Vekili”ne transfer eder. Yüklenici olarak “İstisna Vekili”, projeyi gerçekleştirecek Alt Yüklenici Firma’ya (EPC)

¹⁶¹ İng. *Concession Agreement*

¹⁶² İng. *Investment Agency Agreement*

¹⁶³ İng. *Istisna Agency Agreement*

¹⁶⁴ İng. *EPC Contract*

anlaşılan bedeli hakkediş bazında transfer eder. Konsorsiyum'dan Alt Yüklenici Firma'ya doğru akan fonlamalarla birlikte proje tamamlanır.

7. Anahtar Teslim Proje, Alt Yüklenici'den "İstisna Vekili"ne devredilir. "İstisna vekili" ise paralel istisna sözleşmesi kapsamında projeyi Finansal Konsorsiyum Temsilcisi'ne (Yatırım vekili) teslim eder. Son olarak, Finansal Konsorsiyum Vekili'ne (Yatırım vekili) istisna sözleşmesi kapsamında inşa ettiği/ettirdiği projeyi İhaleyi Kazanan Yüklenici (Borçlu) teslim eder. YİD kapsamında gerçekleşen anahtar teslim altyapı projesi İhaleyi Kazanan Yüklenici (Borçlu) tarafından ihale makamı olan Kamu Kuruluşu'na devredilir.
8. Projenin anahtar tesliminin Kamu Kuruluşu'na gerçekleştirilmesinin ardından işletme hakkı doğrultusunda altyapı projesini (köprü, havalimanı, otoyol vb.) İhaleyi Kazanan Yüklenici (Borçlu) işletmeye ve gelir üretmeye başlar. Bu gelirden karşılanmak üzere 2 no'lu akıştaki İstisna Akdi'nde belirtilen vade boyunca (kredi vadesi) Finansal Konsorsiyum Vekili'ne (Yatırım vekili) ödemelerini gerçekleştirir.
9. Finansal Konsorsiyum Vekili (Yatırım vekili) gelen kâr payı/taksit ödemelerini ödemelerini Faizsiz Finansal Konsorsiyum'a (Yatırımcılar) transfer eder.

1.2.2. İcare Finansman Modeli

İcare, kelime manası itibariyle "kiraya vermek" anlamında kullanılmaktadır. Kira sözleşmesi olarak gayrimenkul veya menkul eşyanın kirayalan ve kiracı arasındaki menfaati konu almaktadır.¹⁶⁵ Bu finansman modelinde dayanak varlıkların kiralanabilir nitelikte olması ve kira süresi boyunca bütünlüğünü koruması gerekmektedir. Genellikle, finansal piyasalarda "Mülkiyetin Devriyle Sona Eren Finansal Kiralama" (*İng. İjarah Muntahia Bittamleek*) ve "Operasyonel Kiralama" (*İng. Operating Lease*) olarak iki farklı şekilde kullanılmaktadır. Mülkiyetin devriyle sona eren finansal kiralama sözleşmesinde, kiracıya varlığın satın

¹⁶⁵ TDV, "İslam Ansiklopedisi", (Çevrimiçi), <https://islamansiklopedisi.org.tr/icare>, 10 Nisan 2020.

alma hakkı mevcut kiralama sözleşmesinden bağımsız olarak yazılı bir vaatle sunulmaktadır. Operasyonel kiralamada ise malın mülkiyeti devamlı olarak kiraya veren tarafta kalmakta ve sözleşme sonunda kiracıya devir hakkı sunulmamaktadır.¹⁶⁶

Altyapı yatırımlarında finansal kuruluşlar tarafından en sık kullanılan şekli mülkiyetin devriyle sonra eren icare sözleşmeleridir. Finans kuruluşu ile proje için kurulan ÖAŞ arasında yapılacak icare sözleşmesi sayesinde altyapı yatırımlarında finansman modeli olarak kullanılmaktadır. Bu noktada, proje finansmanında tüm finansman sağlayıcıların “Pari-Passu” ve “Pro-Rata” prensipleri çerçevesinde yer aldığını belirtmemiz gerekir.¹⁶⁷ Finansal konsorsiyum oluşması halinde ise icare akdinde gerekli olan mülkiyet ve kiralama ilişkisi belirtilen prensipler nedeniyle islami finansman uygulamaları kısıtlı düzeyde kullanılabilmektedir. Dolayısıyla, istisna akdinde yer alan esneklik icare akdinde geçerli olmamaktadır. Bununla birlikte, proje finansmanındaki geri ödeme yükümlülüklerinin yerine getirilmeme riski karşısında islami finansörler için ortak teminat havuzu bu probleme çözüm oluşturmaya başlamıştır. İcare akdi sebebiyle proje varlıklarının sahibi konumuna geçmiş olan faizsiz finans sağlayıcıları, konsorsiyuma ait ortak teminat havuzunun oluşturulmasıyla bu sorunları aşabilmektedir.

İcare finansman modeli özellikle proje bazlı olarak gerçekleştirilmek istenen veya daha küçük montanlı altyapı yatırımlarında rahatlıkla kullanılmaktadır. Dubai’de mevcut havalimanı Dubai Uluslararası Havalimanında modernizasyon ve El-Maktum Havalimanı projesinin geliştirilmesi için Airport Financing Company (FINCO) ünvanıyla ÖAŞ kurulmuştur. FINCO ile 12 finansal kuruluşun yer aldığı konsorsiyum arasında 2017 yılında finansman sözleşmesi imzalanmış ve 3 milyar USD’lik

¹⁶⁶ Mahmut Yardımcıoğlu, “İcare (Finansal Kiralama) İşlemlerinin İslami Muhasebe Standartları Çerçevesinde İncelenmesi,” **Journal of Social and Humanities Sciences Research**, Vol. 3, No.7, 2016, s.224-233. s.229.

¹⁶⁷ Pari-Passu: Latince bir kavram olarak eşit katılma veya aynı kurallara tâbi anlamında kullanılmaktadır. Finans piyasalarında finansman sağlayan finansal kuruluşların borçludan talep ettikleri teminat ve teminatlara dair şartlarının paralel olmasını düzenleyen kavramdır.

Pro-Rata: Latince bir kavram olarak orantılı demektir. Finansman sağlayan finansal kuruluşların oluşturdukları konsorsiyum aracılığıyla borçluya sağladıkları finansman tutarlarıyla orantılı olarak hak iddia edebildikleri hukuki terimdir.

finansman sağlanmıştır. Proje içindeki 1,68 milyar USD'lik kısım ise 7 yıl vadeli olarak icare finansman modeliyle gerçekleştirilmiştir.¹⁶⁸

1.2.3. Müşareke Finansman Modeli

Müşareke (sermaye ortaklığı), iki veya daha fazla kişinin sermaye koyması ve oluşacak kâr veya zararı ise en başta belirlenen tutarda paylaşması üzerine kurulan ortaklıktır.¹⁶⁹ Kendi doğasındaki risk paylaşımı sebebiyle taraflara oluşacak zarar için koydukları sermaye tutarı kadar sorumluluk yüklemektedir. Müşareke finansman modeli için ön şartlar arasında ortaklığa aktarılacak sermaye tutarının başkasına ait borç tutarı olmaması şartı bulunmaktadır.¹⁷⁰ Bu nedenle, sermaye piyasalarında kaldıraç ve aşırı borçlanmanın karşısında özkaynak yatırımını teşvik eden finansal bir sözleşmedir. Sabit veya azalan müşareke olarak finans alanında kullanılmaktadır. Azalan müşareke, finansmana konu varlığın sahipliğinin ortaklardan birine tamamen geçmesiyle son bulurken sabit müşarekede tarafların hisseleri sabit kalmaktadır.¹⁷¹

Müşareke sözleşmesi altyapı yatırımlarında finansman sağlayacak finansal kuruluş ve projeyi gerçekleştirecek tarafın sermayesini ortaya koyduğu finansman modelini ifade etmektedir. Bu sermayenin nakdi olması zorunlu olmayıp, ortaklığı temsil eden ÖAŞ'ye devredilen proje varlıkları da kabul edilmektedir.¹⁷² Ücretli otoyollar, enerji tesisleri, fabrika ve köprülerin finansmanı gibi özellikle düzenli nakit akışı sağlayabilecek birçok altyapı yatırım projesinin finansmanı için uygundur. Ortaklığa dayalı finansman sayesinde finansal açıdan projedeki risk ve yoğunlaşma

¹⁶⁸ Zawya, "Dubai's USD 3 billion Airports Finance Deal Secured" (Çevrimiçi), <https://www.zawya.com/>, 10 Şubat 2020.

¹⁶⁹ Nezih Hammâd, **İktisâdî Fıkıh Terimleri**, Çev. Recep Ulusoy, İstanbul, İz Yayıncılık, 1996, s. 318

¹⁷⁰ Kâsânî, Ebû Bekir b. Mes'ûd, *Bedâ'i'ü's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'*, Beyrut ts., VI, 59-60; İbn Kudâme, *el-Muğnî*, VII, 146; 'Aynî, *el-Binâye*, VI, 118; Muhammed b. İbrâhim Mûsa, *Şerikâtü'l-eşhâs beyne's-şerîati ve'l-kânûn*, Riyad 1998, s. 210-212.

¹⁷¹ Faizsiz Finans Standartları (AAOIFI), **Faizsiz Finans Standardı 11: Eser (İstisnâ') ve Alt Eser Sözleşmesi**, s.250-341.

¹⁷² Servet Bayındır, "Bir Finansman Yöntemi Olarak Kullanılan Sermaye Ortaklığının İslâm Hukuku Açısından Değerlendirilmesi," **Usûl İslam Araştırmaları**, Vol.3, No.3, 2016, s. 139-157, s. 156.

oranı taraflarca paylaşılmaktadır. Buna ek olarak, altyapı yatırımlarında kullanılan YİD modelinde müşareke finansman modeli kullanılmaktadır. Pakistan, Malezya vb. ülkelerde bu finansman modeli hayata geçirilmiştir.

Pakistan’da elektrik üretimi amacıyla yapılan Liberty Power projesinin inşaat sürecinde proje varlıklarının mülkiyeti Liberty Power Tech Limited (ÖAŞ) firmasına devredilmiştir. Pakistan devletinin ödeme garantisi altında, devlet kurumu olan The Private Power&Infrastructure Board (PPIB) ile ÖAŞ arasında müşareke sözleşmesine dayalı 240 mio USD’lik finansman anlaşması imzalanmıştır. Liberty Power projesinin tamamlanmasına müteakip ise projeye ait varlıkları menkul kıymetleştirmiş ve bu ihraca yönelik kurulan yeni ÖAŞ tarafından müşareke sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir. Böylece, projeyi finanse eden müşareke ortakları kendi yatırımları için refinansman imkânı bulurken, müşareke sukukların ikinci el alım/satım imkânıyla projenin likiditesi arttırılmaktadır. Bununla birlikte, yatırımcılar da enerji santralinin oluşturacağı nakit akışıyla birlikte düzenli kira getirisi elde etmiştir. Öte yandan, klasik haliyle azalan müşareke yöntemi Karaçi-Thatta Otoyol Projesinin finansmanı için 2015 yılında Pakistan’da kullanılmıştır. YİD kapsamındaki bu proje, finansal kuruluşların oluşturduğu konsorsiyum tarafından sağlanan müşareke finansman modeliyle gerçekleştirilmiştir.¹⁷³

1.2.4. Mudarebe Finansman Modeli

Mudarebe (emek-sermaye), sermaye sahibi ile emek (işgücü) sahibinin bir araya gelerek oluşturduğu ortaklığı ifade etmektedir. Faizsiz özkaynak finansman modeli olarak finansal piyasalarda kullanılmaktadır. Mudarebe sözleşmesini, müşareke sukuk sözleşmesinden ayıran en önemli fark; kâr veya zararın hangi ölçüde taraflar arasında paylaşıldığıdır.¹⁷⁴ Müşareke sözleşmesinden farklı olarak; elde edilecek kâr baştan belirlenen oran üzerinden ortaklara dağıtılmakta iken oluşacak zarar sermaye sahibi

¹⁷³ Ahmad Aijaz, Abayomi Alawode, “Mobilizing İslamîc finance for infrastructure public-private partnerships (English),” **World Bank Group**, Washington, D.C., 2017, s.34-35-40-47.

¹⁷⁴ Erdem Bafra, **İslami bankacılıkta sukuk (kira sertifikaları) ve uygulaması**, Seçkin Yayıncılık, 2016, s. 109.

tarafından üstlenilmektedir. Bu zararın üstlenilmesi ise mudaribin yani emek sahibinin bir kusuru veya sözleşmeye aykırı eylemleri olmaması halinde gerçekleşmektedir. Bir diğer fark ise, mudarebe esaslı sözleşmede yönetimde etkin olma hakkı sermaye sahibine verilmemiştir.¹⁷⁵

Finansal piyasalarda mudarebe esaslı sözleşmeler günümüzde faizsiz bankalar tarafından fon toplamak maksadıyla sıklıkla kullanılmaktadır. Faizsiz bankalar sermayeyi emeğiyle ve tecrübesiyle yöneten kişi (mudarib) sıfatıyla sermaye sahibi olan müşterileri adına (mudi), sermayeyi çeşitli mal, hizmet veya gayrimenkul finansmanına yönlendirmektedir.¹⁷⁶ Bu finansmanlar neticesinde kâr veya zarar paylaşımı ise banka ile sermaye sahiplerinin en başta anlaştığı oranda gerçekleştirilmektedir. Öte yandan finansal kuruluşlar tarafından finansman modeli olarak nadiren kullanılmaktadır.¹⁷⁷

Çalışmamızı ilgilendiren kısmıyla bakıldığında ise mudarebe finansman modeli altyapı yatırımlarında kullanılabilmektedir.¹⁷⁸ Finansal kuruluşlar açısından altyapı yatırımları; nakit akışı, proje riski, fiyatlama gibi birçok farklı uzmanlık alanını gerektiren sofistike bir alandır. Bu minvalde, riski azaltmak adına gerekli uzmanlıklara ek olarak mudarebe sözleşmesiyle finansal kuruluşların temerrüt riskini de (*İng. default risk*) üstlenmesi beklenmektedir.¹⁷⁹ Bu doğrultuda düşünüldüğünde; mudarebe esaslı altyapı yatırım finansmanın uygulamada çok sınırlı kaldığı görülmektedir.

¹⁷⁵ Muhammad Taqi Usmani, **An Introduction to İslamîc Finance**, The Netherlands: Kluwer Law International, 2002, s.31.

¹⁷⁶ Bayındır, **Usûl İslam Araştırmaları**, s.142.

¹⁷⁷ Murat Çizakça, "Finance and economic development in Islam: A historical perspective and a brief look forward", **Economic development and İslamîc finance**, Ed. by. Zamir Iqbal, Abbas Mirakhor, The World Bank Publications, 2013, s.144.

¹⁷⁸ Syeda F. Habib, **Fundamentals of İslamîc Finance and Banking**, John Wiley & Sons, 2018, s.105; Usmani, **An Introduction to İslamîc Finance**, s.38.

¹⁷⁹ Luca Errico, Mitra Farrahbaksh, "İslamîc banking: issues in prudential regulation and supervision," **IMF Working Paper**, No. 98/30, 1998, s.8.

1.2.5. Sukuk Finansman Modeli

Sukuk finansman modeli, faizsiz finansman modelleri arasında en fazla tercih edilen altyapı finansman ürünüdür. Tablo 1.1’de sukuk, her ne kadar tahviller ile aynı başlık altında değerlendirilse de altyapı yatırımları için borç, hibrit ve özkaynak yapısında finansman sağlanması mümkündür. İlgili tabloda borca dayalı olarak tasnif edilmiş olmasında varlık temelli (*İng. asset-based*) sukuk ihraçlarının etkili olduğu düşünülmektedir.¹⁸⁰ Bu doğrultuda, istisna, icare sukuk sözleşmelerinin karakteristik özellikleri sebebiyle borçlanma araçlarında yer alması gerekmektedir. Ayrıca, müşareke ve mudarebe sözleşmelerinin içerdiği özkaynak aktarımı sebebiyle sermaye benzeri sınıfta yer aldığını ifade etmemiz gerekmektedir. Hibrit sukuklar ise sermaye benzeri sukuk vb. göz önünde bulundurulduğunda ilgili tablonun hibrit kısmında kendisine yer bulacağı anlaşılmaktadır.¹⁸¹

Bugün itibariyle sukuk; devletler, özel kuruluşlar ve belediyeler gibi birçok kurum ve kuruluş tarafından ihraç edilmektedir. Bu tercihte etkili olan birçok etmen olmakla birlikte; sermaye piyasalarında işlem görmesi, uzun vadeye uygun tasarlanabilmesi, krizlere karşı dayanıklı yapısı ve hibrit yapıda konumlandırılabilmesi önemli avantajları olarak sıralanmaktadır.¹⁸² Sukuk finansman modeli, sadece islamî coğrafyada değil İngiltere, Almanya, Hong Kong, Güney Afrika, Lüksemburg vb. ülkelerde de finansman amacıyla kullanılmaktadır.

2019 yılında toplam 13 ülkede sukuk ihracı gerçekleştirilmiş olup, tutar bazında Malezya, Suudi Arabistan, Endonezya ve Türkiye ilk dört sırada yer almaktadır. Aynı yılın sonu itibariyle sukuk, toplam islamî varlıklar içerisinde 538 milyar USD ile

¹⁸⁰ Bkz. Tablo 1.1.

¹⁸¹ Asyraf W. Dusuki, “Challenges of Realizing Maqasid Al-shari'ah (objectives of Shari'ah) in the Islamic Capital Market: Special Focus on Equity-based Sukuk Structures,” **International Shari'ah Research Acedemy for Islamic Finance (ISRA)**, 2009, s.11.

¹⁸² Abbas Mirakhor, Obiyathulla Ismath Bacha, “Funding development infrastructure without leverage: a risk-sharing alternative using innovative Sukuk structures,” **The World Economy**, Vol. 41, No. 3, 2018, ss. 752-762, s. 761. ; Figen Büyükakın, Ersan Bilal, "Finansal Krizlere Karşı Sukukun Uygulanabilirliği Üzerine Bir Değerlendirme," **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Vol. 8, No, 14, 2016, ss. 33-55, s. 53.

yaklaşık %19'luk pay almaktadır. Aynı yıl içerisinde gerçekleşen 1446 adet sukuk ihracının %21'i murabaha, %20'si leasing, %16'lık kısmı ise mudaraba sukuk türünde gerçekleşmiştir.¹⁸³ Bazı sukuk türleri haricinde, ikinci el piyasalarda alınıp satılabilmesi sebebiyle likit bir enstrümandır. Öte yandan; sıfırdan yatırım projelerine yönelik gerçekleşen sukuk ihraçlarındaki negatif taşıma maliyetinin yatırımcılara oluşturduğu ilave finansman yükü sukuka teveccühü azaltmaktadır.¹⁸⁴

1.2.5.1. İcare Sukuk Finansman Modeli

İcare (*Ing. leasing*) sözleşmesinin menkul kıymetleştirilmesi (*Ing. securitization*) sonucunda “İcare sukuk” ortaya çıkmaktadır. “Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK)” ile benzeşen icare sukuk, temelde sağladığı kira geliriyle VDMK'dan ayrılmaktadır. Ayrıca, VDMK'ta faizsiz prensiplere uymayan finansal ürünlerin bir varlık havuzunda toplanması ve dayanak varlık gösterilmesi mümkündür. Son aşamada ise bu varlık havuzundaki borç sözleşmelerinin VKŞ aracılığıyla yatırımcılara satılması söz konusudur. İcare sukuk'ta ise menkul kıymetleştirme aracılığıyla borç sözleşmesinin transferi yerine belli bir hak veya menfaatin eşit paylara bölünmesi ve yatırımcılara satımı mevcuttur. Varlıkları devralan VKŞ aracılığıyla gerçekleşen ihraçta; yatırılacak tutar karşılığında yatırımcılara kira sertifikalarının hak veya menfaatinin devrini ifade etmektedir. Oluşturulan varlık havuzunda ise; gayrimenkul, makine, iş makinesi, araç vd. finansmanlar neticesinde kiralanabilir nitelikteki varlıklar yer almaktadır.¹⁸⁵

İcare sukuk, kamu kurumları ve özel kuruluşlar tarafından en sık tercih edilen sukuk finansman modelidir.¹⁸⁶ İcare sukukta; Varlık Kiralama Şirketi (VKŞ)¹⁸⁷,

¹⁸³ Bkz. “Sukuk Kavramı”

¹⁸⁴ Aijaz, Abayomi, **World Bank Group**, s.37.

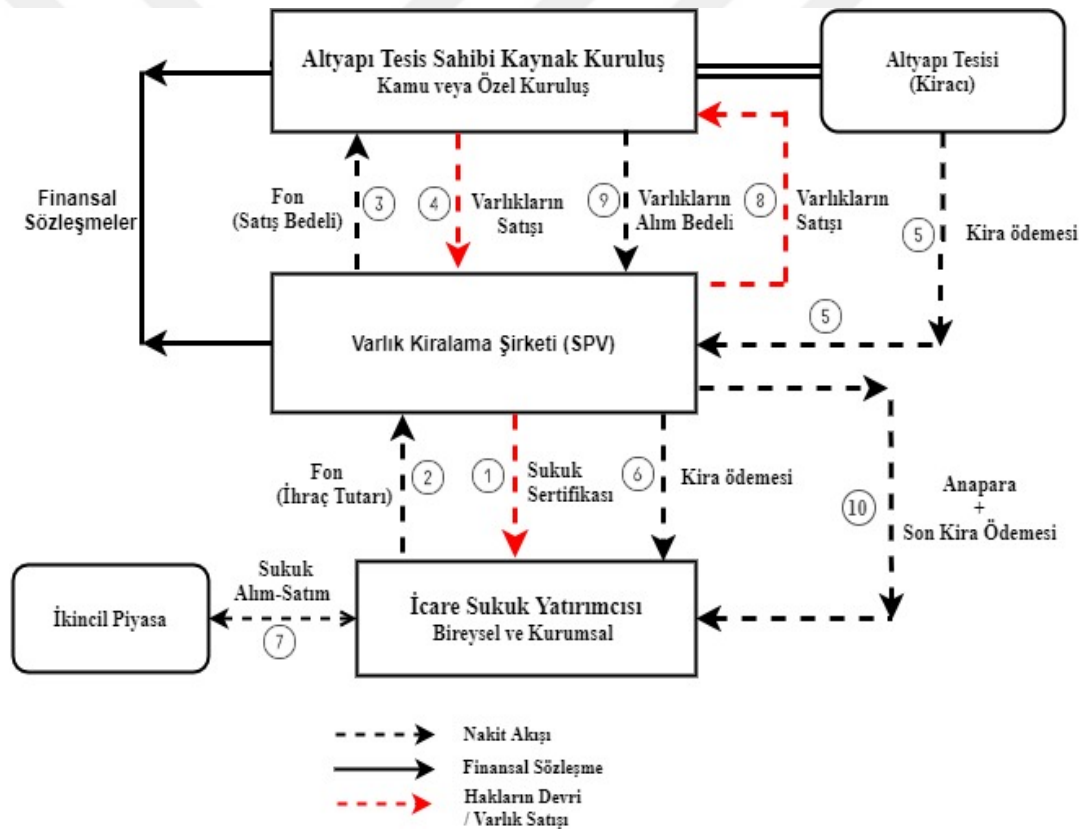
¹⁸⁵ Bayındır, **Fıkhi ve İktisadi Açıdan İslami Finans (Para ve Sermaye Piyasaları)**, s. 96.

¹⁸⁶ COMCEC, “The role of sukuk in islamîc markets”, (Çevrimiçi), <http://www.sbb.gov.tr/>, 08 Aralık 2019

¹⁸⁷ Çalışmamız kapsamında Varlık Kiralama Şirketi (VKŞ), Özel Amaçlı Şirket (ÖAŞ) ile aynı kelimeye ifade etmektedir. Özellikle; ülkemizde ÖAŞ yerine VKŞ SPK ve Kamu tarafından benimsenmiştir. Öte

Kaynak Kuruluş (KK) ve Yatırımcılar olmak üzere temelde üç taraf yer almaktadır. İcare sukukun ikincil piyasalarda alım-satımının islamî açıdan uygundur. Ayrıca, ikincil piyasalarda nominal, primli veya iskontolu bir fiyatla satılması mümkündür.¹⁸⁸ Bu sebeple işlem hacmi ve likidite açısından sukuk piyasalarında teveccüh görmektedir. 2018 yılında ihraç edilen 123,1 milyar USD’lik global sukuk ihracının %17’lik kısmı icare sukuk şeklinde ihraç edilmiştir.¹⁸⁹ Aşağıdaki şekilde altyapı yatırımlarına yönelik kullanılan icare sukuk finansman modeli detaylı açıklanmıştır.

Şekil 1.13 : İcare Sukuk Finansman Modeli



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

yandan, VKŞ ise sukuk yatırımcılarının haklarını koruyan, onlar adına kaynak kuruluşla sözleşme imzalayan, güvenilir kişi/teminat yöneticisi (*İng. trust*) kişi konumundadır.

¹⁸⁸ Faizsiz Finans Standartları (AAOIFI), **Faizsiz Finans Standardı 17: Yatırım Sertifikaları (Sukûk)**, s.474.

¹⁸⁹ IIFM, “Sukuk report 2019, 8th edition”, (Çevrimiçi), <https://www.iifm.net/>, 10 Aralık 2019.

Sukuk ihraç işlemleri öncesinde KK VE VKŞ arasında ihraç işlemlerine ilişkin detayların yer aldığı sözleşmeler imzalanır. Örnek; Devir Sözleşmesi, Devralma Taahhüt Sözleşmesi, Kira Sözleşmesi vd. Altyapı Tesis Sahibi konumuna geçen VKŞ ile Altyapı Tesisi arasında Kira Sözleşmesi imzalanır. Süreç imzalanan sözleşmelerle birlikte başlamaktadır.

1. Altyapı tesisinin sahibi (KK), fon temin etmek amacıyla VKŞ'ye başvurur. Varlıkların anlaşılan satış bedelini ödemek için VKŞ yatırımcılara yönelik sukuk ihracı gerçekleştirir.
2. İcare sukuk için yatırımcılardan sağlanan ihraç geliri VKŞ tarafından tahsil edilir.
3. Sertifika sahipleri ise varlıkların sahibi konumundadır.
4. Altyapı tesisindeki varlıklar için anlaşılan satış bedeli KK'ya ödenir.
5. KK, VKŞ'ye varlıkların satışını gerçekleştirir.¹⁹⁰
6. Kiracı olarak anılan altyapı tesisi ise kira ödemelerini VKŞ'ye belirlenen periyotlarda gerçekleştirir.
7. VKŞ ise sertifika sahiplerine sertifikaları oranında ödemeleri belirlenen periyotlarda gerçekleştirir.
8. Yatırımcılar, ikincil piyasalarda alım-satım imkânıyla itfa tarihini beklemeksizin alım-satım yapabilir.
9. İtfa tarihinde VKŞ, Kaynak Kuruluş'a anlaştığı tutar üzerinden varlıkların satış işlemini gerçekleştirir.

¹⁹⁰ Bu aşamaya kadar oluşan ihraç süreci ve varlıkların satışı genellikle aynı gün içerisinde gerçekleşmektedir.

10. İtfa tarihinde kiracı konumundaki KK varlıkları anlaşılan bedel üzerinden geri satın almak için VKŞ'ye ödeme yapar.
11. Sukuk yatırımcıları ise anapara ve varsa son kira gelirini VKŞ'den tahsil eder.

İcare sukuk uygulamaları incelendiğinde; altyapı projelerinin işletimi esnasında finansman ihtiyacının karşılanması amacıyla kullanıldığı anlaşılmaktadır. İlgili altyapı tesisindeki makine, ekipman veya gayrimenkullerin finansmanında tercih edilmektedir. Mevcut proje üzerine yatırım olarak adlandırılan revizyon, bakım veya geliştirme amacıyla altyapı yatırımlarında kullanılabilir. 2017 yılında Nijerya Devleti tarafından gerçekleştirilen icare sukuk ihracı işlemi mevcut otoyolların altyapısı ve iyileştirilmesi için 250 mio USD tutarında 7 yıl vadeli gerçekleştirilmiştir.¹⁹¹

1.2.5.2. Müşareke Sukuk Finansman Modeli

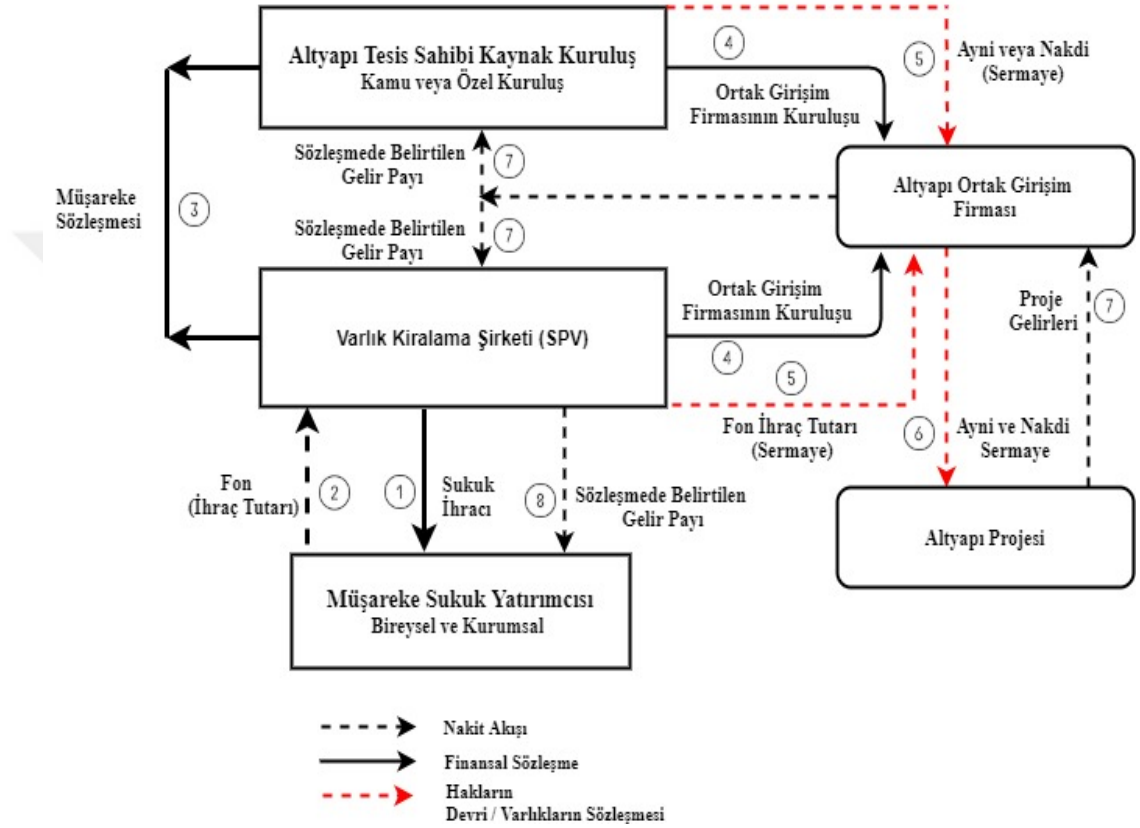
Müşareke sukuk, sermaye ortaklığına dayalı olarak gerçekleştirilecek ihraç sonucunda sertifika sahiplerine (yatırımcılar) projede ortaklık hakkı tanıyan sukuk finansman modelidir. VKŞ iktisadi faaliyeti veya projenin yönetimini yatırımcılar adına sağlarken; ihraç sonrası kaynak kuruluşla müşareke sözleşmesini imzalamaktadır. VKŞ ve finansman talep eden altyapı tesis sahibi (KK) müşareke sözleşmesine müteakip ortak girişim firması kurmaktadır. Ortak girişime yatırımcıları temsilen VKŞ ve KK tarafından konulacak sermayenin aynı veya nakdi şekilde sağlanması mümkündür. İlgili sözleşmede sermaye ve paylaşım oranı açık olarak ifade edilmektedir. Buna ek olarak, sertifikaların yatırımcılara tahsisi, ilgili dayanak varlıklarda yatırımcılara ait menfaatlerin tesisi ve ihraca konu yatırımın başlaması koşuluyla müşareke sukukların ikincil piyasalarda işlem görmesi caizdir.¹⁹² Aşağıdaki

¹⁹¹ Debt Management Office Nigeria, "Sovereign sukuk offer for subscription", (Çevrimiçi), <https://www.dmo.gov.ng/>, 11 Aralık 2019.

¹⁹² Faizsiz Finans Standartları (AAOIFI), **Faizsiz Finans Standardı 17: Yatırım Sertifikaları (Sukûk)**, s.476.

şekilde altyapı yatırımlarına yönelik kullanılan müşareke sukuk finansman modeli detaylı açıklanmıştır.

Şekil 1.14 : Müşareke Sukuk Finansman Modeli



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

1. Kurulacak ortak girişim için gerekli olan sermaye ihtiyacına yönelik VKŞ müşareke sukuk ihracını gerçekleştirir.
2. Müşareke sukuk için yatırımcılardan sağlanan ihraç geliri VKŞ tarafından tahsil edilir.
3. VKŞ ile KK arasında, ortak girişime koyulacak sermaye ve oluşacak kâr veya zarar için oranlarının paylaşımının baştan belirlendiği bir müşareke sözleşmesi imzalanır.

4. KK ve yatırımcılar adına VKŞ, altyapı ortak girişim firmasını müşareke sözleşmesine dayalı olarak kurar.
5. Sukuk yatırımcılarını temsilen VKŞ, müşareke sözleşmesi gereği belirlenen tutarı ortak girişime transfer eder. Genellikle, KK altyapı projesi dâhilinde gerekli varlık transferini gerçekleştirirken, VKŞ sukuk yatırımcıları adına nakdi sermaye transferini gerçekleştirir.
6. VKŞ ve KK tarafından gelen aynı veya nakdi sermayenin tamamı altyapı projesine aktarılır.
7. Ortak girişim aracılığıyla gerçekleşen projeden doğacak gelirler, KK ve VKŞ tarafından sözleşmede belirlenen oranda paylaşılır.
8. VKŞ, sukuk yatırımcıları adına tahsil ettiği ilgili geliri belirlenmiş ödeme periyotları dâhilinde sertifika sahiplerine transfer eder.

Dünya’da ilk müşareke sukuk ihracı, 2012 yılında altyapı projesinin finansmanı amacıyla Malezya’da gerçekleştirilmiştir. Ayrıca, 9,7 milyar USD tutarındaki ihraç en büyük global sukuk ihracı olarak kayıtlara geçmiştir.¹⁹³ Malezya’da otoyol işletmecisi olan Projek Lebuhraya Usahasama Berhad tarafından beş etaptan oluşan otoyol özelleştirmesinin finansmanında kullanılmıştır.¹⁹⁴ Malezya devlet garantisi altındaki otoyol gelirleri yatırımcılara müşareke sukuk şeklinde AAA derecelendirme notuyla 27 yıl vadeli olarak sunulmuştur. Projenin ÖAŞ firması olan Plus Berhad firması müşareke akdi için Malezya devletinin sunduğu ödeme garantisinin bir kısmı dayanak varlık olarak yatırımcılara arz etmiştir. ÖAŞ, ortak girişim altındaki dayanak varlıklar

¹⁹³ Thomson Reuters, “Malaysian toll expressway firm to sell \$9.7 bln sukuk” (Çevrimiçi), <https://www.reuters.com>, 10 Aralık 2019

¹⁹⁴ Bank Negara Malaysia, Plus Berhad, Government guaranteed sukuk programs”, (Çevrimiçi), <https://fast.bnm.gov.my>, 13 Aralık 2019

üzerinde sukuk sahiplerinin menfaatlerini korurken, onlar adına tasarruf sahibi konumundadır.¹⁹⁵

Pakistan Su ve Enerji Geliştirme Kurumu (WAPDA) tarafından Neelum Jhelum Hidroelektrik Santrali projesinin gerçekleştirilmesi amacıyla Neelum Jhelum Hidroelektrik Santrali Limited Şirketi (NJHPC) proje firması (ÖAŞ) kurulmuştur. Bu projenin bir kısmı için NJHPC (ÖAŞ) tarafından 2016 yılında 955 milyon USD tutarında 2 yılı ödemesiz toplam 10 yıl vadeli müşareke sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir. İlgili sukuk, Pakistan Merkez Bankası'nın ödeme garantisi altında olup, AAA ratinge sahiptir.

Şekil 1.14'te belirtilen ortak girişim firması, projeye ait varlıkları devralan NJHPC (ÖAŞ) ve yatırımcıları temsilen kurulan Pak Brunei Yatırım Limited Şirketi (PBICL) tarafından kurulmuştur. Nakdi sermayeyi koyan PBICL, 16 bankanın yer aldığı konsorsiyumu temsilen "Finansal Konsorsiyum Vekili" olarak müşareke sözleşmesini imzalamıştır. Ayrıca, projedeki varlıkların yönetimi, kontrolü ve denetimi için PBICL "güvenilen kuruluş" (*Ing. Trust*) olarak atanmıştır. Buna istinaden, projedeki varlıkların üzerinde oluşacak riskleri kapsayan sigorta PBICL tarafından yaptırılmıştır. ÖAŞ proje varlıklarının %75'lik kısmını PBICL'ye satmış ve %75 (Yatırımcılar)/%25 (ÖAŞ) oranında azalan müşareke ortaklığı kurulmuştur. Buna ek olarak, %25 oranında kalan NJHPC'ye kira sözleşmesiyle varlıklar kiralanmıştır. Azalan müşareke sözleşmesi sayesinde bu kira ödemelerinin tamamlandıkça NJHPC'nin varlıklardaki ortaklık oranı artmaktadır.¹⁹⁶

1.2.5.3. Mudarebe Sukuk Finansman Modeli

Mudarebe sukuk, emek-sermaye ortaklığına dayalı olarak gerçekleştirilecek ihraç sonucunda sertifika sahiplerine (yatırımcılar) projede ortaklık hakkı tanıyan

¹⁹⁵ Nafis Alam, Lokesh Gupta, Bala Shanmugam, **İslamîc Finance: A Practical Perspective**, Palgrave Macmillan Publishing, Switzerland, 2017, s.424.

¹⁹⁶ Ahmed Habib, "Contribution of İslamîc Finance to the 2030 Agenda for Sustainable Development", United Nations Secretariat, 2017, s.37.

sukuk finansman modelidir. VKŞ aracılığıyla toplanan fonlar ortaklıkta kullanılacak olan sermayeyi ifade etmektedir. Burada belirtmemiz gerekir ki; kaynak kuruluşun sermayeye katkı sağlamadığı menkul kıymetleştirme işlemi mudarebe sukuktur.¹⁹⁷ Gerçekleşen ihraç sonrası KK ile mudarebe sözleşmesini imzalamaktadır. Mudarebe sözleşmesi gereği; ilgili projenin finansmanında sermaye sahibi konumundaki sukuk yatırımcıları projede oluşabilecek zararı da üstlenen sertifika sahipleridir. Sertifikaların yatırımcılara tahsisi, ilgili dayanak varlıklarda yatırımcılara ait menfaatlerin tesisi ve ihraca konu yatırımın başlaması sonrası ikincil piyasalarda işlem görmesi ise caizdir.¹⁹⁸

Altyapı yatırımlarındaki haliyle mudarebe sukuk, özkaynak finansmanı başlığı altında değerlendirilmektedir. Mudarebe sözleşmesinin doğasındaki yatırımcıların tüm riski üstlenmesi ön şartı nedeniyle altyapı yatırımlarında sıklıkla tercih edilmediği görülmektedir. Buna ek olarak, Birleşik Arap Emirlikleri'ne ait Dana Gas firması tarafından 2017 yılında Şer-i prensipleri neden göstererek yatırımcılara ödeme yapmaması da etkili olmuştur.¹⁹⁹

1.2.5.4. İstisna Sukuk Finansman Modeli

İstisna sukuk, belirli bir eserin üretimi veya inşası amacıyla eşit paylarda ihraç edilen ve VKŞ'nin yatırımcılar adına eseri imal ettiren konumunda yer aldığı sukuk finansman modelidir. Sukuk ihracıyla fon talep eden KK eserin üreticisi konumunda

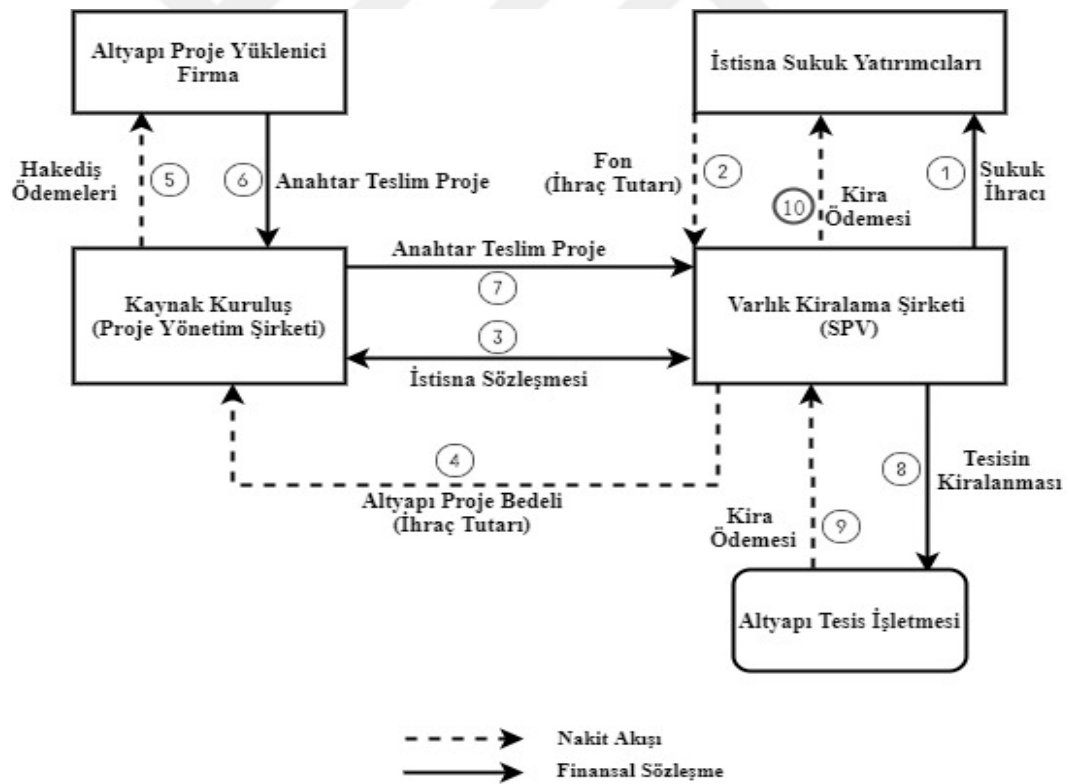
¹⁹⁷ Bayındır, **Fıkhi ve İktisadi Açıdan İslami Finans (Para ve Sermaye Piyasaları)**, s.108.

¹⁹⁸ Faizsiz Finans Standartları (AAOIFI), **Faizsiz Finans Standardı 17: Yatırım Sertifikaları (Sukûk)**, s.463-468.

¹⁹⁹ Dana Gas PJSC, Birleşik Arap Emirlikleri merkezli özel gaz dağıtım şirkettir. Firma, 2007 yılında 1 milyar USD'lik mudaraba sukuk ihracı gerçekleştirmiştir. Sukuk ihracı sonrası 2012, Ekim itibariyle yani itfa tarihinde, yeni bir sukuk ihracıyla, vadesi Haziran,2017 olarak yenilenmiştir. Ekim,2017 itibariyle vadesi dolan sukuk için yatırımcılarına ödeme yapmamıştır. Şirketin savunmasında, mevcut mudârebe sukuk'un yapısının şer-i açıdan uygun olmadığını belirtmiştir. Birleşik Arap Emirlikleri'nde kamu otoritesine ait Şer-i kurulun bulunmaması ve standartların ilgili otorite tarafından belirtilenmemiş olması bu durumu bir diğer nedeni olarak ifade edilmektedir.Bkz. Thomson Reuters, "Investors in \$700 million sukuk issued by UAE's Dana Gas propose restructuring", (Çevrimiçi), <https://www.reuters.com/>, 11 Aralık 2019; İslamîc Markets, "Dana gas Sukuk Limited Prospectus", (Çevrimiçi), <https://islamicmarkets.com/>, 11 Aralık 2019.

iken sukuk yatırımcısı eserin alıcısıdır. İhraç tutarı ise üretilecek malın maliyetini ifade etmektedir. Çalışmamızda daha önce ifade edildiği üzere; projeyi üstlenen yüklenici, projeyi gerçekleştirmek isteyen inşaat firması ile alt yüklenici olarak paralel istisna akdi gerçekleştirilebilir.²⁰⁰ İstisna sukuk, projedeki varlıkların belirli bir kısmını ifade ettiği için ikincil piyasalarda alınıp satılması caizdir. Burada önemli olan husus, eserin inşa sürecinde borç sözleşmesine dayanması sebebiyle nominal değeri haricinde satışının yasaklanmış olmasıdır. Bu durum ikinci el piyasalarda istisna sukukun likidite açısından gelişmesi önünde engel teşkil etmektedir.²⁰¹ Aşağıdaki şekilde altyapı yatırımlarına yönelik kullanılan istisna sukuk finansman modeli detaylı olarak açıklanmıştır.

Şekil 1.15 : İstisna Sukuk Finansman Modeli



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

²⁰⁰ Bkz. "İstisna Finansman Modeli"

²⁰¹ Faizsiz Finans Standartları (AAOIFI), **Faizsiz Finans Standardı 17: Yatırım Sertifikaları (Sukûk)**, s.463-467.

1. VKŞ, altyapı projesinin inşa edilmesi amacıyla kaynak temini için istisna sukuk ihracı gerçekleştirir.
2. İstisna sukuk için yatırımcılardan sağlanan ihraç geliri VKŞ tarafından tahsil edilir.
3. Projeyi gerçekleştirecek KK ile VKŞ arasında istisna sözleşmesi imzalanır. Bu sözleşmeyle KK projenin yüklenicisi ve sukuk yatırımcıları da projeyi inşa ettiren konumuna geçer.
4. Ana yüklenici konumundaki KK'ya proje maliyetini ifade eden ihraç tutarı aktarılır. Proje varlıkları VKŞ'ye geçer.
5. Ana yüklenici KK; altyapı projesini inşa ettirmek amacıyla firmasına taşere edebilir. Burada ana yüklenici, alt yüklenici olan inşaat firmasıyla anahtar teslim projenin temini için paralel istisna akdi gerçekleştirir.
6. Altyapı projesi anahtar teslim olarak, ana yükleniciye teslim eder.
7. İstisna sözleşmesinin gereği ana yüklenici taahhüt ettiği üzere, altyapı tesisini VKŞ'ye teslim eder.
8. VKŞ mülk sahibi sıfatıyla altyapı tesisini işletmek isteyen firmaya tesisi kiralar.
9. VKŞ elde ettiği kira gelirlerini istisna sukuk yatırımcısına itfa tablosunda belirtilen periyotlarda öder.

İstisna sukuk, büyük altyapı projelerinin finansmanı için kullanılan modeller arasındadır. Özellikle, sıfırdan yatırım olarak nitelendirilen altyapı projelerine hitap etmektedir.²⁰² Bununla birlikte, finansal piyasalarda istisna sukuk türünde kısıtlı örnek mevcuttur. 2001-2018 yılları arasında özel şirketler tarafından ihraç edilen sukuklar

²⁰² Bkz. “Altyapı Yatırımı Kavramı”

incelendiğinde, istisna sukuk ihracının %1,70’lik pay aldığı görülmektedir.²⁰³ Bu sonuçta, sermaye piyasalarında ikinci el olarak nominal fiyat haricinde işlem görmemesi, proje fiyatının en başta fikslenmiş olması nedeniyle negatif taşıma maliyeti gibi finansal riskler etkilidir. Öte yandan, menkul kıymetleştirilmemiş haliyle istisna sözleşmesinin altyapı yatırım projelerinde daha sıklıkla uygulandığı anlaşılmaktadır.

1.2.5.5. Murabaha Sukuk Finansman Modeli

Murabaha, Arapça kökenli bir kelime olarak “kazandırma, kâr hakkı tanıma” anlamına gelmektedir.²⁰⁴ Finans piyasalarındaki haliyle murabaha sözleşmesi; belirli bir mal veya hizmetin üreticisi veya satıcısından peşin alınması ve talep eden alıcıya anlaşılan vade ve fiyat üzerinden vadeli satışını ifade etmektedir.

Murabaha sukuk, sermaye piyasalarında çeşitli amaçlarla ihraç edilmektedir. Bunlardan ilki; finansal kuruluşların murabaha yöntemiyle kullandıkları kredi kartı, ipotekli konut satışı vb. işlemlerden oluşan murabaha alacaklarına dayalı gerçekleştirilmektedir. Bu haliyle gerçekleşen murabaha sukuk işlemleri faizli işlem statüsündedir.²⁰⁵ Bir başka ifadeyle; borç satımına dayalı olarak ihracı gerçekleştirilen sukuklar, işlem yapısı itibariyle faizli piyasalardaki bono veya tahvil işlemlerine benzemektedir.²⁰⁶ Kabul gören şekliyle murabaha sukuk işlemi ise ihraca konu malların temin edilmesi amacıyla VKŞ aracılığıyla yatırımcılardan toplanan fonların ilgili satın alma işlemine yönlendirilmesidir.

Altyapı yatırımlarının finansmanı amacıyla kısıtlı alanlarda kullanılabilen sukuk türleri arasındadır. Murabaha sukukların ikinci el alım-satım işlemleri borcun vadeli satışı dolayısıyla yasaklanmıştır. Bu durum ise murabaha sukuk piyasasının işlem

²⁰³ IIFM, “Sukuk report 2019, 8th edition”, (Çevrimiçi), <https://www.iifm.net/> 12 Aralık 2019.

²⁰⁴ TDV, “İslam Ansiklopedisi”, (Çevrimiçi), <https://islamansiklopedisi.org.tr/murabaha>, 13 Aralık 2019.

²⁰⁵ Usmani, “An Introduction to İslamīc Finance”, s.12.

²⁰⁶ Bayındır, **Fıkhi ve İktisadi Açıdan İslami Finans (Para ve Sermaye Piyasaları)**, s.100-106.

hacmini sınırlandırmaktadır.²⁰⁷ Murabaha sukuk ihraçları 2001-2018 yılları arasında kısa vadeli global sukuk ihraçları içinde %68'lik pay sahibidir.²⁰⁸ Bu noktada, uzun vadeli altyapı finansman ihtiyacının kısa vadeli finansman modeli olan murabaha sukukla giderilmesi halinde vade uyumsuzluğu* ortaya çıkacaktır.²⁰⁹ Altyapı yatırımlarına yönelik sukuk ihraçları incelendiğinde; hibrit sukukların bir parçası olarak murabaha sukukların kullanıldığı görülmektedir.²¹⁰

1.2.5.6. Hibrit Sukuk Finansman Modeli

Hibrit sukuk, en az iki farklı türdeki islamî sözleşmenin aynı varlık havuzunda birleştirilmesiyle oluşan finansman modelidir. Hibrit sukuk, islamî sermaye piyasalarındaki ihtiyaçlara cevaben ortaya çıkmış ve çeşitli çözümler üretmiştir. İlk olarak; ikincil piyasalarda işlem yapılan sukuk türüyle bir araya getirilen diğer sukuk türleri ikincil piyasalarda işlem görmektedir. Bu minvalde, ikinci el piyasalarda işlem gören varlığa dayalı sukukların toplam hibrit portföy içindeki payı %51 ve üzerinde olması gerekmektedir.²¹¹ İkinci olarak; finansman ihtiyacının sadece bir sukuk türüyle karşılanamadığı bazı altyapı projeleri için birkaç farklı sözleşme hibrit sukukla bir araya getirilmektedir. Üçüncü olarak, bu sayede yatırımcılar açısından ortaklığa, satış sözleşmesine, kira sözleşmesine vb. sözleşmelere dayalı zengin bir portföye sahip

* İng. *Maturity Mismatch*

²⁰⁷ Faizsiz Finans Standartları (AAOIFI), **Faizsiz Finans Standardı 17: Yatırım Sertifikaları (Sukûk)**, s.464-477.

²⁰⁸ IIFM, "Sukuk report 2019, 8th edition", (Çevrimiçi), <https://www.iifm.net/> 12 Aralık 2019.

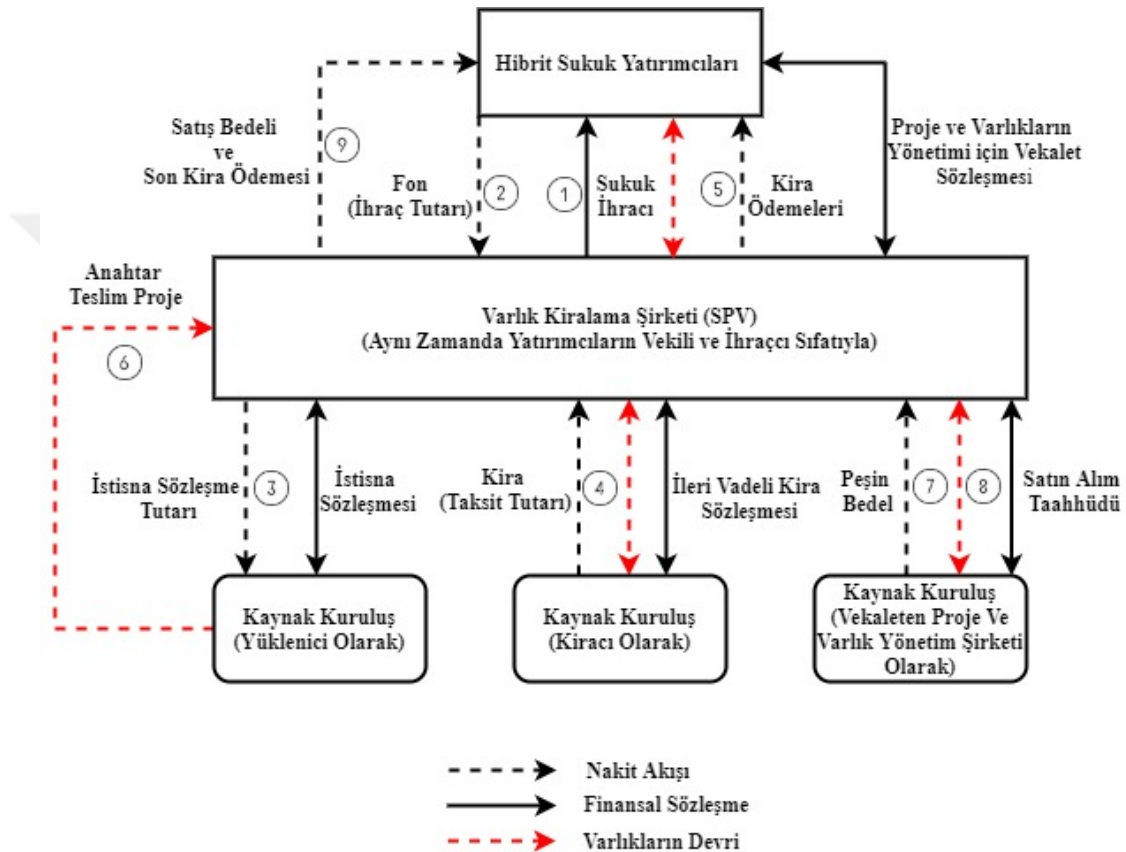
²⁰⁹ Golzare Nabi, Aminul Islam, Rosni Bakar, "Examining Potentials of Sukuk in Financing Infrastructure Projects in Bangladesh," **Journal of İslamîc Economics, Banking and Finance**, Vol.113, No.5741, 2016, s.122-144, s.132.

²¹⁰ Mal Murabahası (İng. Commodity Murabaha) şeklinde gerçekleştirilen sukuk ihraçları üzerinden altyapı yatırımları finansmanına ait örnekleri mevcuttur. Teverruk'un şer-i açıdan tartışılabilir durumda olması ve çalışmamızda klasik murabaha ele alındığı için daha fazla değinilmeyecektir. Malezya Devleti tarafından kurulan DanaInfra Nasional Berhad (DanaInfra) üzerinden altyapı yatırımlarının finansmanı amacıyla gerçekleştirilen sukuk ihraçları commodity murabaha sözleşmesine dayalı ihraçlardır. İlgili ihraç, 2013 yılında 789,14 milyon USD olarak gerçekleştirilmiştir.

²¹¹ Ahcene Lahsasna, M. Kabir Hassan, Rubi Ahmad, **Forward Lease Sukuk in İslamîc Capital Markets**, Palgrave Macmillan, 2018, s.65.

olma imkânı sunulmaktadır. Aşağıdaki şekilde altyapı yatırımlarına yönelik hibrit sukuk (istisna-icare) finansman modeli detaylı açıklanmıştır.

Şekil 1.16 : İstisna-İcare (Hibrit) Sukuk Finansman Modeli



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

1. VKŞ, altyapı projesinin inşa edilmesi amacıyla kaynak temini için hibrit sukuk ihracı gerçekleştirir. Yatırımcı ile ihraç eden VKŞ arasında proje ve varlıkların yönetimini içeren bir vekalet sözleşmesi (*İng. trust deed*)²¹² imzalanır.

²¹² Trust Deed: Türk Hukuku’nda karşılığı olmamakla birlikte; Anglo-Sakson Hukuku içinde kendisine yer bulmuş hukuki bir sözleşmedir. Bir malın veya hakkın aidiyet belgesinin, ilgili mal veya hakkın alıcı tarafından teslim alınana kadar geçen süreç için tüm yönetim, kontrol ve denetim haklarının güvenilen (trust) üçüncü bir kişiye devredilmesini içermektedir. Bu sözleşmenin tarafları yatırımcı veya alıcı (beneficiary), yönetim, kontrol ve denetim hakkının verildiği üçüncü kişi ise güvenilen kuruluş, teminat yöneticisi (trust) olarak anılmaktadır. Bu sözleşme kapsamında trust, yatırımcıların çıkarları çerçevesinde hareket etmek zorundadır.

Sözleşmeden sonraki süreçte; VKŞ yatırımcılar adına “güvenilen kuruluş/teminat yöneticisi” (İng. Trust) olarak hareket etmektedir.

2. Hibrit sukuk ihracı sonucunda yatırımcıdan sağlanan ihraç geliri VKŞ tarafından tahsil edilir.
3. Altyapı projesini inşa etmek için VKŞ ile KK arasında sırasıyla “İstisna”, “İleri Vadeli İcare Sözleşmesi”²¹³, “Satın Alım Taahhüdü” ve “Proje ve Varlık Yönetim Vekaleti” olmak üzere dört akit imzalanmaktadır. İstisna sözleşmesiyle birlikte KK yüklenici konumuna geçmektedir. KK’ya proje maliyetini ifade eden ihraç tutarı aktarılır.
4. “İleri vadeli icare sözleşmesiyle” inşa edilecek projenin kullanım hakkı bugünden KK’ya kiralanmakta ve KK’dan kira ödemeleri tahsil edilmeye başlanmaktadır. Bu kapsamda sözleşmeyle birlikte kiraladığı varlığın kira bedellerini yatırımcılara öder.
5. VKŞ, kiracıdan gelen peşin kira bedellerini sertifikası sahiplerine sertifikaları oranında itfa tablosunda belirtilen takvimde öder.
6. 3. Maddeye istinaden; KK altyapı projesini anahtar teslim olarak VKŞ’ye teslim eder. VKŞ imzaladığı satın alım taahhüdünü yerine getirmiş olur.
7. KK, VKŞ’den altyapı tesisini satın almak için anlaştığı tutar üzerinden ödemeyi gerçekleştirir. VKŞ yatırımcılar adına peşin bedeli tahsil eder.
8. VKŞ satış sözleşmesine istinaden, yatırımcılar adına altyapı tesisinin devrini gerçekleştirir.
9. İtfa tarihinde satış bedeli ve son kira ödemesi yatırımcılara gerçekleştirildikten sonra proje sonlandırılır.

²¹³ İleri Vadeli (İcare) Kira Sözleşmesi (İng. *Forward İjarah*): Bu sözleşmede kira bedeli peşin, kiralanacak mülk teslimi vadeli olarak tasarlanmıştır. Kiracı, kira bedellerini önceden ödemekte ve kiraladığı mülkü ise sonradan teslim almaktadır.

İlk hibrit sukuk ihracı, İslam Kalkınma Bankası'nın (İKB) garantörlüğünde %65,8 icare, %30,7 murabaha ve %3,4 istisna sözleşmesine dayalı olarak 2003 yılında ihraç edilmiştir. İlgili ihraç özel sektörün kalkınmasına yönelik fon sağlamak amacıyla "Solidarity Trust Services" adlı VKŞ aracılığıyla gerçekleştirilmiştir.²¹⁴ Altyapı alanında ise enerji sektöründe yer alan Nucleus Avenue (Malakoff Corporation) tarafından 2007 yılında Malezya'da hibrit sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir.²¹⁵ İlk olarak, hibrit sukukla (müşareke-icare) Nucleus tarafından 2,5 milyar USD'lik finansman tamamlanmıştır.²¹⁶ İhraçtan elde edilen gelir ile Nucleus firması tarafından Malakoff firması 2007, Nisan ayında satın alınmıştır.

1.2.5.7. Yeşil Sukuk Finansman Modeli

Yeşil Sukuk, şer'i kurallara ve çevre koruma prensiplerine uygun olarak ihraç edilen finansman modelidir. İslam dininde yer alan çevreyi ve doğayı koruyucu yaklaşımla paralel finansman modelidir.²¹⁷ Yeşil tahvilde ifade ettiğimiz Dünya Bankası veya CICERO gibi kurumlardan alınan ön onay yeşil sukuk ihracı için de geçerlidir. Ön onay süreci zorunluluk arz etmemekle birlikte; bu haliyle diğer sukuk ihraçlarından ayrılmaktadır. Ayrıca, yeşil sukuk, bir varlığa dayalı olması ve yatırımcısına sahiplik hakkı tanınması sebebiyle yeşil tahvilden ayrılmaktadır. Bu minvalde, sadece müslüman ülkelerle sınırlı kalmayarak Fransa, Çin, Hong Kong gibi

²¹⁴ Ali A. Tariq, "Managing financial risks of sukuk structures," **Yüksek Lisans Tezi**, Loughborough University, 2004, s.38-39.

²¹⁵ Bank Negara Malaysia, Securities Commission Malaysia, **Malaysian debt securities and sukuk market**. Kuala Lumpur, Bank Negara Malaysia and Securities Commission Malaysia Publication, 2009, s.137.

²¹⁶ Malakoff Corporation Berhad, "Annual report 2007", (Çevrimiçi), <https://www.malakoff.com.my>, 16 Aralık 2019.

²¹⁷ Burada "Maslahat" kavramından bahsetmemiz gereklidir. İslam hukukunda maslahat, genel olarak "yararı sağlama ve zararı giderme" şeklinde tanımlanmaktadır. Fıkıh usulünde maslahatlar, zarûrî, hâcî ve tahsînî şeklinde üçlü ayrıma tabi tutulmuştur. Zorunlu maslahatlar: din, can, nesil, mal ve aklın korunmasından oluşur. Nesillerin ve canın korunması ilkesiyle düşünüldüğünde; sürdürülebilir ve gelecek nesillere ulaştırılması gerekli bir dünya kavramı yeşil sukuk kavramının çıkış noktasıyla uyumludur.

birçok ülkede ihraç edilmiştir. 2019 yılında 3,5 milyar USD’lik yeşil sukuk ihraç edilmiştir.²¹⁸

Altyapı yatırımları kapsamında enerji sektöründeki yeşil sukuk ihraçları dikkat çekmektedir. Fransa’da 2012 yılında enerji firması olan Legendre Patrimoine tarafından müşareke ve icare temelli “Orasis Yeşil Sukuk” ihracı gerçekleştirilmiştir. Enerji firması, yenilenebilir enerji üretimi amacıyla yeşil sukuk ihracıyla kaynak temin etmiştir. İlgili yeşil sukuku 10 yıl süreyle elinde bulunduran yatırımcıya Fransa’da maksimum vergi muafiyeti sunulmuştur.²¹⁹ Malezya’da güneş enerjisiyle elektrik üretimi gerçekleştiren Tadau Energy firması tarafından 2017 yılında yeşil sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir. Hibrit (istisna-icare) sözleşme yapısına sahip yeşil sukuk, Tadau Energy Sdn Bhn (ÖAŞ) tarafından güneş enerjisi santralleri dayanak varlık gösterilerek ihraç edilmiştir. 59,2 mio USD’lik 16 yıl vadeli sukuk ihracıyla daha büyük güneş enerjisi santrallerinin inşası için kaynak temin edilmiştir.²²⁰

Bu ihraçları ise 2018 yılında 5 yıl vadeli ve 1,25 milyar USD tutarındaki Endonezya devleti tarafından gerçekleştirilen yeşil sukuk ihracı takip etmiştir. Endonezya devleti, elde edilecek geliri yeşil altyapı yatırımları olarak nitelendirilen yenilenebilir enerji projelerinin finansmanında kullanacağını beyan etmiştir. Dayanak varlıkların %51’lik kısmının Endonezya devletine ait gayrimenkul ve varlıklardan ve geri kalan kısmının ise devam etmekte olan veya gerçekleştirilecek proje varlıklarından oluştuğu belirtilmiştir.²²¹

²¹⁸ World Bank, “Pioneering the Green Sukuk: Three Years On,” Washington, DC, World Banks, s.30.

²¹⁹ Nafis Alam, Meryem Duygun, Rima T. Ariss, “Green Sukuk: An Innovation in İslamîc Capital Markets”, **Energy and Finance**, Ed. by. André Dorsman, Özgür A. Ayaydin, Mehmet B. Karan Springer Cham, 2016, pp. 167-185, s.178; Dalal Aassouli vd., “Green Sukuk, Energy Poverty, and Climate Change: A Roadmap for Sub-Saharan Africa,” **World Bank Policy Research Working Paper**, No. 8680, 2018, s.16.

²²⁰ Securities Commission Malaysia, “Driving sustainable investments through green sukuk”, (Çevrimiçi), <https://www.sc.com.my>, 22 Aralık 2019.

²²¹ Ministry of Finance Indonesia, “Green Sukuk Issuance Allocation and Impact Report 2019”, (Çevrimiçi), <https://www.sdgphilanthropy.org>, 24 Aralık 2019.

1.3. Türkiye’de Altyapı Yatırımlarında Başvurulan Finansman Modelleri

Türkiye’de altyapı yatırımlarının finansmanı diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi özellikle 1980’li yılların ortalarına kadar ağırlıklı olarak kamu tarafından gerçekleştirilmiştir. Öte yandan Dünya’daki uygulamalarla benzer şekilde birçok finansman modelinin ülkemizdeki altyapı yatırımlarında kullanıldığı görülmektedir. Toplu Konut Fonu ve Kamu Ortaklığı Fonu vb. bütçe dışı finansman modelleri geçmişte T.C. Hazine’si tarafından kullanılmıştır. Buna ek olarak menkul kıymet ihracı (Örn: Tahvil, Gelir Ortaklığı Senetleri, Gelire Endeksli Senetler) ve KÖİ modelleri de kamu altyapı yatırımlarında finansman yöntemi olarak kullanılmıştır.²²²

Günümüzde ülkemizde altyapı yatırımlarının Gayri Safi Yurtiçi Hasıla’ya (GSYH) oranı %1 seviyelerinde seyretmektedir.²²³ Nitekim 2021 yılında kamu kaynaklarıyla gerçekleşecek 3091 adet altyapı projesi için 138,3 milyar TL’lik ödenek ayrılmıştır. Bu projelerde en büyük payı %30,7 ile Ulaştırma ve Haberleşme sektörü almıştır.²²⁴

Türkiye’de 2040 yılına kadar gerçekleştirilmesi planlanan altyapı yatırımları için ilave 405 milyar USD’lik finansmana ihtiyaç olduğu belirtilmektedir.²²⁵ Projeler için gerekli finansman ihtiyacı ise kamu kaynaklarının yetersiz kalması halinde bütçe dışı kaynaklarla sağlanmak durumunda kalınacaktır. Ancak bazı projelerde özel sektörün KÖİ projeleriyle altyapı yatırımlarına iştirak ettiği de görülmektedir. Ülkemizde KÖİ mevzuatı kapsamında, “İmtiyaz”, Yap-İşlet-Devret (YİD)”, “İşletme Hakkı Devri (İHD)”, “Yap-İşlet (Yİ)”, “Yap-Kirala-Devret (YKD)” modelleri uygulanmaktadır.

²²² Ömür Genç, Erdal Ertuğrul, “Altyapı Yatırımlarının Finansmanı,” **Türkiye Kalkınma Bankası Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Müdürlüğü**, Ankara, 2007, s.4-9.

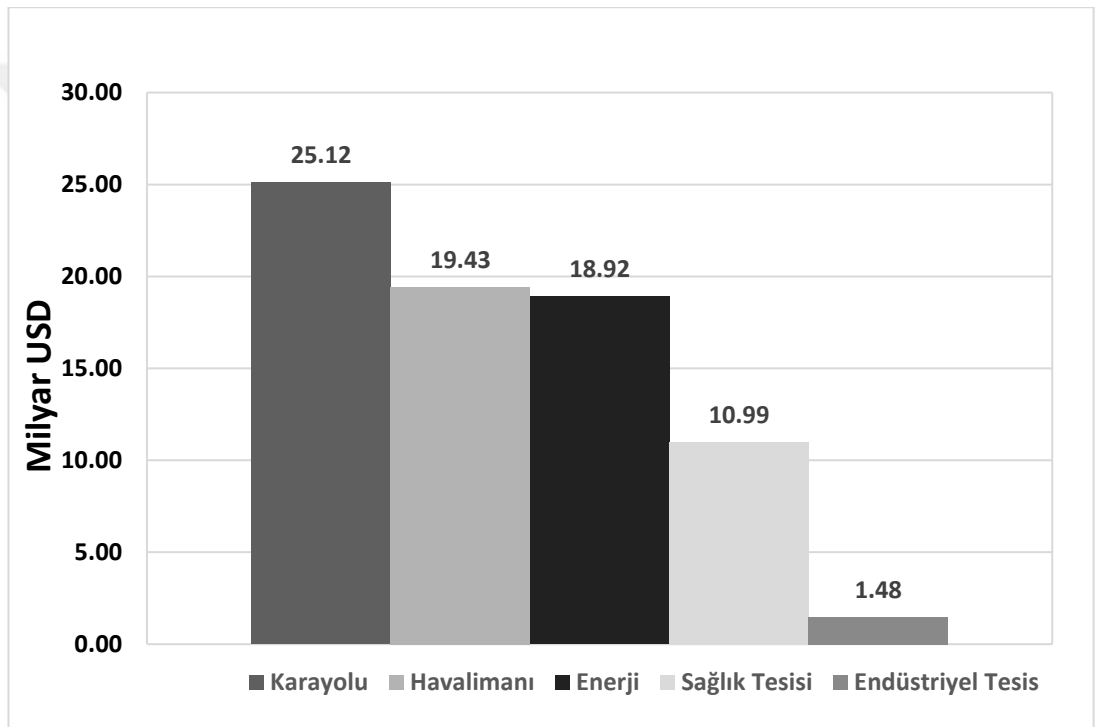
²²³ 1990 ve 2000’li yıllarda %0,5 seviyelerinde seyretmiştir.2007 yılı ve sonrasında ise yaklaşık %1 seviyelerinde görülmektedir.

²²⁴ T.C. Strateji ve Bütçe Başkanlığı, “2021 yılı Yatırım Programı”, Ankara, 2021, s.4.

²²⁵ Global Infrastructure Hub, “Global Infrastructure Outlook”, (Çevrimiçi), https://outlook.gihub.org/countries/Turkey_ 17 Mayıs 2020

Bununla birlikte ülkemizde 1986-2021 yılları arasında 253 KÖİ projesi hayata geçirilmiştir.²²⁶ Türkiye son 30 yıllık dönemde gerçekleştirdiği 146 milyar USD’lik altyapı yatırım tutarıyla 4. ülke konumunda yer almaktadır.²²⁷ Türkiye’deki KÖİ projelerinin tutar bazında en sık kullanıldığı sektörlerin dağılımı şekil 1.17’de verilmiştir.²²⁸

Şekil 1.17 : KÖİ Yatırım Tutarlarının Sektörlere Göre Dağılımı



Kaynak: T.C. Strateji ve Bütçe Başkanlığı, “KÖİ Proje Göstergeleri”, (Çevrimiçi), <https://www.sbb.gov.tr/koi-gostergeleri/>, 15 Mayıs 2021.

²²⁶ 1986-2021 yılları arasında 253 adet KÖİ projesi için sözleşme imzalanmıştır. Bu modeller arasında ise 121 projeye YİD başat rol üstlenirken onu 109 projeye İHD, 18 projeye YKD ve 5 projeye Yİ takip etmektedir.

²²⁷ Dünya Bankası, “Country Snapshots/Turkey”, (Çevrimiçi), <https://ppi.worldbank.org/>, 20 Şubat 2021.

²²⁸ Global Infrastructure Hub, “Global Infrastructure Outlook”, (Çevrimiçi), https://outlook.gihub.org/countries/Turkey_ 15 Mayıs 2020; T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı. (Çevrimiçi), <https://www.sbb.gov.tr/koi-gostergeleri/>, 01 Mayıs 2021

Bu bölümde Türkiye’de borçlanma araçları, hibrit ve özkaynak finansmanı başlıkları altında uygulanan altyapı yatırım finansman modelleri ele alınacaktır. Bu modeller ise faizli ve faizsiz modeller olarak ayrı başlıklar altında incelenecektir.

1.3.1. Faizli Finansman Modelleri

Türkiye’de gerçekleştirilen altyapı yatırımlarında ağırlıklı olarak faizli finansman modelleri tercih edilmektedir. Ülkemizde uygulanan kredi ve tahvil finansman modellerini kapsayan borçlanma piyasası araçlarıyla gerçekleştirilen faizli finansman modelleri bu bölümde incelenecektir.

1.3.1.1. Doğrudan Kredi Temini ile Gerçekleştirilen Altyapı Yatırım Finansman Modelleri

Ülkemizde altyapı yatırımlarında ihtiyaç duyulan finansman açığının karşılanmasında krediler öncü rol üstlenmektedir.²²⁹ Türkiye’de krediler ile gerçekleştirilen altyapı yatırım finansman modelleri kurumsal krediler ve proje finansman krediler olarak ikiye ayrılmaktadır. Bu krediler ise ağırlıklı olarak özel sektörün dâhil olduğu altyapı yatırım projeleri için tahsis edilmektedir.

Türk bankaları, altyapı yatırımlarının kredili finansmanında yer almaktadır. Bazı bankalar ise ana faaliyet konusu gereği bu finansmanı ülkemizde sağlamaktadır. Bu doğrultuda Türk Sinai Kalkınma Bankası (TSKB) ana faaliyet alanı gereği altyapı yatırımlarına finansman sağlayan bankalar arasındadır. 2019 yıl sonu itibariyle, kredi portföyünün yaklaşık %70’lik kısmı yatırım kredilerinden oluşmaktadır.²³⁰ Öte yandan, Dünya Bankası, Asya Altyapı Yatırım Bankası (AAYB), Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası, Avrupa Yatırım Bankası vb. kuruluşlar Türkiye’deki projelere doğrudan finansman sağlamaktadır. Genel itibariyle altyapı yatırımlarının önemli

²²⁹ Gonca G. Artunkal, Mehmet Paksoy, “Büyük Altyapı Projeleri- Uluslararası Finans Piyasaları Açısından”, Türk Mühendisler Birliği Gündem Dergisi, 2013, s.37.

²³⁰ TSKB, “2019 Entegre Faaliyet Raporu”, (Çevrimiçi), <http://www.tskb.com.tr/>, 16 Ekim 2020.

yatırımcıları olan bu banka ve finansal kuruluşlar; Kalkınma ve İhracat Finansman Kurumları (*İng. Development and Export Finance Institutions*) olarak tanımlanmaktadır.²³¹ Ülkemizdeki altyapı yatırımlarına yönelik uluslararası finansal kuruluşların sağladığı kredi tutarının ise arttığı belirtilmektedir.

1.3.1.1.1. Kurumsal Finansman Kredisi

Türkiye’deki kurumsal kredi finansman süreci çalışmamızda daha önce ifade edilen kurumsal finansman modeliyle benzerlik göstermektedir.²³² Öte yandan, altyapı yatırımlarının doğası gereği içerdiği belirsizlikler ve uzun vade yapısı ülkemizdeki kurumsal finansman modelinin hukuki ve maddi bağlayıcılık atfeden sözleşme yapısını daha katı hale getirmektedir. Ülkemizde bu finansman modeli, altyapı yatırımı gerçekleştiren firmaların projeden bağımsız olarak faaliyetlerinin ve mali durumlarının değerlendirilmesi sonucunda projenin bir kısmı için temin edilmektedir.

1.3.1.1.2. Proje Finansman Kredisi

Proje finansman kredisi, projenin kendisine ait fizibilite, nakit akışı, kârlılık vb. konuların değerlendirilmesi sonucunda tahsis edilmektedir. Türk Bankacılık sektöründe proje finansman kredileri, “ihtisas kredileri” ve “sektörel krediler” başlığı altında izlenmektedir. Öte yandan, Basel III kriterleriyle birlikte ülkemizde ihtisas kredileri de çeşitli düzenlemelere tabi tutulmuştur. Bu kapsamda, bankaların proje finansmanına yönelik kredilerde uygulayacağı risk ağırlıkları Basel II’ye kıyasla daha net çizgilerle belirlenmiştir.²³³ Proje riskini gözetin yaklaşımla nakit akışı üretmeye başlamamış ve nakit akışı üreten proje arasında farklılaştırma sağlanmıştır.²³⁴

²³¹ World Bank, “Private Participation in Infrastructure (PPI) 2019 Annual Report”, 2019, s.23

²³² Bkz. “Kurumsal Finansman Kredileri”

²³³ Erişah Arıcan vd., “Proje Finansmanı Kapsamında Proje Bankacılığı ve Türkiye Üzerine Öneriler Araştırma Raporu”, s.16-18.

²³⁴ Basel III Kriterleri Hk.: 100 TL’lik proje finansman kredisi için 8 TL karşılık ayıran bankacılık sektörü, Basel III uzlaşısı sonrasında yaklaşık 10,4 TL’lik karşılık ayırmak zorunda kalacaktır. Öte

Türkiye’de 53 milyar USD’lik proje finansman kredi bakiyesi içerisindeki %75’lik kısım altyapı yatırımlarının finansmanı amacıyla tahsis edilmiştir. Enerji sektörü ise en fazla proje finansman kredisinin kullanıldığı sektör olmuştur.²³⁵

Öte yandan, Türkiye’de altyapı projelerinin finansmanı amacıyla kamu tarafından dış kaynak temini sağlanabilmektedir. Sağlanan kredi, Hazine Müsteşarlığı’nca “Dış Proje Kredisi” olarak tanımlanmaktadır.²³⁶ Kamu kurum ve kuruluşları için sağlanacak dış finansman; doğrudan Hazine Müsteşarlığı tarafından veya altyapı projesini gerçekleştirecek kamu kuruluşunun kendisi tarafından olmak üzere iki şekilde temin edilebilmektedir. Kamu kurum ve kuruluşlarına (Örn: *Belediyeler, Belediye’ye bağlı kuruluşları, Kamu İktisadi Teşebbüsleri vd.*) ait altyapı projelerine sağlanacak dış finansman ise aşağıdaki kanun ve yönetmeliklere göre temin edilir:

- a. 28.03.2002 tarih ve 4749 sayılı “Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun”
- b. 17.12.2009 tarih ve 27435 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan “4749 Sayılı Kanun Kapsamında Dış Finansman Sağlanmasına İlişkin Usul ve Esaslara Dair Yönetmelik”
- c. 09.02.2009 tarih ve 27136 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan “Kamu Kurum Ve Kuruluşlarının Hazine Garantisi Olmaksızın Hibe Hariç Dış İmkân Sağlamasına İzin Verilmesine Ve Sağlanan Dış İmkânın İzlenmesine İlişkin Yönetmelik”

5393 sayılı Belediye Kanunu’nun 68. Maddesinde, dış kaynak finansmanı sağlanacak projenin belediyenin yatırım programında yer alması ön koşul olarak

yandan, belirli kriterleri sağlayan ve nakit akışı üretmeye başlayan altyapı projeleri ise 6,4 TL’lik karşılık ayrılması ise yeni düzenlemenin getireceği olumlu katkılar arasındadır.

²³⁵ Türkiye Bankalar Birliği tarafından yayımlanan raporda yatırım ve mevduat bankaları olmak üzere 19 bankaya ait veri enerji ve altyapı yatırımları olarak farklı alt başlıklarda tanımlanmıştır. Çalışmamız kapsamında, altyapı yatırımları tanımı içerisinde yer alan enerji sektörü sebebiyle konsolide edilmiştir. Bkz. Türkiye Bankalar Birliği, “Proje Finansman İstatistikleri, Aralık 2020”, (Çevrimiçi), 16 Mart 2021.

²³⁶ 4749 sayılı Kanun’da; “Dış İmkân” olarak tanımlanmıştır. Dış imkân: Bu Kanun kapsamında yer alan kuruluşların kendi adına herhangi bir dış finansman kaynağından Hazine garantileri olmaksızın sağladıkları finansman imkânı ve hibeyi ifade etmektedir.

belirtilmiştir. Yerel yönetimlerin yatırım programında yer alan altyapı yatırımı için yurt dışına yapılacak kredi başvuruları ise HMB iznine tabidir.²³⁷ Başvuruya müteakip; Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı olumlu görüşünün alınması ve ilgili kamu kuruluşunun mali koşullarının uygun bulunması halinde dış proje kredisi kullanımına izin verilmektedir. Mali koşullar ise; 5302 sayılı İl Özel İdaresi Kanununun 51. Maddesinde şu şekilde belirtilmiştir:²³⁸

“İl özel idaresi ve bağlı kuruluşları ile bunların sermayesinin %50’sinden fazlasına sahip oldukları şirketlerin faiz dâhil iç ve dış borç stok tutarı, en son kesinleşmiş bütçe gelirleri toplamının 213 sayılı Vergi Usul Kanununda belirlenen yeniden değerlendirme oranıyla artırılan miktarını aşamaz. Bu miktar büyükşehir belediyesi bulunan illerin özel idareleri için bir buçuk kat olarak uygulanır.”

Cumhurbaşkanınca kabul edilmiş altyapı yatırım projeleri ise yukarıda belirtilen mali koşullardan muaf tutularak değerlendirilmektedir. Başvuru kapsamındaki kamu kurum ve kuruluşları aşağıda detaylandırılmıştır.²³⁹

“Bu yönetmelikte; genel bütçe kapsamındaki kamu idarelerini, özel bütçeli idareleri, düzenleyici ve denetleyici kurumları ve sosyal güvenlik kurumları ile kamu iktisadi teşebbüslerini, özel hukuk hükümlerine tabi olmakla beraber sermayesinin yüzde ellisinden fazlası kamuya ait olan kuruluşları, fonlar, kamu bankaları, yatırım ve kalkınma bankalarını, büyükşehir belediyelerini, belediyeler ve bunlara bağlı kuruluşlar ile diğer yerel yönetim kuruluşlarını kapsar.”

2002 yılında yürürlüğe giren 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkındaki Kanun’da ise yönetmelikte belirtilen kuruluşlara şu şekilde ekleme yapılmıştır:

²³⁷ Çalışmamızda, Yerel Yönetim tahvilleri başlığı altında belirtilen 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda (3. madde), 5393 sayılı Belediye Kanunu’nda (68 inci madde), 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkındaki Kanun’da (4. madde) kapsamında konu detaylandırılacaktır.

²³⁸ T.C. Cumhurbaşkanlığı Mevzuat Bilgi Sistemi, “İl Özel İdaresi Kanunu, Madde:51”, (Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr/> 15 Haziran 2020

²³⁹ T.C. Cumhurbaşkanlığı Mevzuat Bilgi Sistemi, “Dış Proje Kredilerinin Borç Kaydına İlişkin Esas ve Usuller Hakkında Yönetmelik”, (Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr/> 15 Haziran 2020

“YİD, yap-işlet ve işletme hakkı devri ve benzeri finansman modelleri çerçevesinde gerçekleştirilmesi öngörülen projeler kapsamında ödeme yükümlülükleri Hazine Müsteşarlığınca garanti edilen kuruluşları ve hibelerle sınırlı olmak kaydıyla sivil toplum örgütlerini kapsar.”

Ülkemizde Hazine Müsteşarlığı, kamu ve/veya özel kurum ve kuruluşlarının yurt içi piyasalardan yapacağı borçlanmalarda garanti veya kefalet vermemektedir.²⁴⁰ Yurtiçinde projelerin finansmanına yönelik yüksek finansman maliyetine ek olarak Hazine garantisi sağlanmaması altyapı projeleri için yatırımcıları farklı alternatiflere yöneltmektedir. Bu noktada, yukarıda zikredilen kuruluşlar daha uygun maliyetleri gözeterek altyapı yatırımlarının gerçekleştirilmesi adına Dış Proje Kredisine başvurmaktadır. Hazine Müsteşarlığı’na yapılan dış borçlanma talepleri uygun bulunması halinde; Hazine garantisi verilmeksizin veya garanti kapsamında izinle sonuçlanabilmektedir. 4749 sayılı kanunda Hazine garantisi verilmesi halinde temin edilen dış finansman, ülkemizde garantili imkân olarak tanımlanmaktadır. Dört çeşit hazine garantisi mevcut olup; Hazine Geri Ödeme Garantisi (HGÖG), Hazine karşı garantisi, Hazine ülke garantisi ve Hazine yatırım garantisi şeklinde açıklanmaktadır. Konumuzu ilgilendiren kısmıyla; HGÖG ile dış finansman imkânı sağlayan kuruluş, ödeme ve yükümlülükler tamamlanana kadar Hazine Müsteşarlığı’na müteselsil borçlu konumundadır. 2019 yıl sonu itibarıyla yaklaşık 2,1 milyar USD’lik Hazine ödeme garantisi verildiği Tablo 1.5’te görülmektedir.

²⁴⁰ Bkz. 4749 sayılı Kanun, madde 8.

Tablo 1.5 : T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı Tarafından Verilen Hazine Garantileri

2019 Yılından Devredilen Garantiler Toplamı (a)	114.403.939.853,88 TL
2020 Yılında Verilen Garantiler Hesabına Giriş (b)	67.714.294.666,78 TL
2020 Yılında Verilen Toplam Garantiler (a+b)	182.118.234.520,66 TL
2020 Yılında Verilen Garantiler Hesabından Yapılan Çıkış İşlemleri (c)	30.798.964.171,14 TL
2021 Yılına Devredilen Garantiler Toplamı (a+b-c)	151.319.270.349,52 TL
Sadece 2020 Yılında Verilen Kur Farkı+Düzeltilme Kaydı Hariç Garanti Tutarı	14.820.077.037,45 TL
2020 Yılında Verilen Kur Farkı+Düzeltilme Kaydı Hariç Garanti Tutarı (ABD Doları)	2.048.047.427,29 USD

Kaynak: T.C. Sayıştay Başkanlığı, “2020 Yılı Genel Uygunluk Bildirimi Raporu”, (Çevrimiçi), <https://sayistay.gov.tr/>, 20 Eylül 2021

HGÖG altında İller bankası A.Ş.’ye, Sürdürülebilir Şehirler Projesi (SŞP) kapsamında Dünya Bankası kaynaklarından 500 mio EUR tutarında kredi temin edilmiştir. Hem Türkiye Cumhuriyeti’nin çevre düzenlemelerine hem de Dünya Bankası Çevre ve Sosyal Politikalarına uyumlu olarak gerçekleştirilecek altyapı yatırımlarının finansmanında kullanılacaktır. İller Bankası A.Ş., SŞP projesinin finansal aracı kurumu olarak, imzalanan protokol gereği ülkemizde tüm süreçlerin izleyicisi ve denetleyicisi olarak anılmaktadır. T.C. Hazine Müsteşarlığı tarafından sağlanan dış finansman kredisinin altyapı yatırımlarını gerçekleştirecek belediyelere aktarılması ise İller Bankası A.Ş. aracılığıyla gerçekleştirilmiştir.²⁴¹ 2020 yılında, İstanbul Büyükşehir Belediyesi (22,3 milyon EUR), İzmir Büyükşehir Belediyesi (100

²⁴¹ World Bank, “Türkiye Sürdürülebilir Şehirler Projesi-II (P161915), Çevresel ve Sosyal Yönetim Çerçevesi”, World Bank Documents, 2018, s.25.

Milyon EUR), İZSU Genel Müdürlüğü (49.8 milyon EUR) ve Manisa Büyükşehir Belediyesi (4.7 milyon EUR) olmak üzere toplamda 176,8 milyon EUR'luk dış finansman kredisi altyapı projeleri için temin edilmiştir.²⁴²

Öte yandan ülkemizde Avrasya Tüneli, İstanbul-İzmir Otopanı, Ankara-Niğde Otoyolu vb. birçok altyapı yatırımında proje finansman kredisi kullanılmıştır. Bununla birlikte proje finansmanı sağlanan altyapı yatırımlarının ağırlık kısmı YİD modeliyle özel sektör tarafından finanse edilmektedir. Türkiye’de altyapı yatırım projesi için sağlanan en büyük kredi tutarı olarak İstanbul, Bursa ve İzmir otoyol projesindeki ÖAŞ olan Otoyol Yatırım ve İşletme A.Ş.’ye tahsis edilmiştir.²⁴³ 2015 yılında YİD modeliyle finansman sağlanan projede 5 milyar dolar tutarındaki proje finansman kredisi 12 farklı banka tarafından sağlanmıştır. 4749 sayılı Kanun kapsamında, KÖİ kapsamındaki projelerde “Hazine Borç Üstlenimi” Hazine tarafından yurt dışından sağlanacak finansmanlar için tamamen veya kısmen verilmektedir. Kanunun ilgili kısmı ve 2019 yılı için üst limit ile üstlenilen borç tutarı hakkında kanun maddesi aşağıda belirtilmiştir:²⁴⁴

4749 sayılı Kanun’a 21.02.2013 tarihli ve 6428 sayılı Kanun’un 13’üncü maddesi ile eklenen 8/A maddesinde;

“...Bu madde kapsamında mali yıl içinde taahhüt edilecek borç üstleniminin limiti, Merkezi Yönetim Bütçe Kanunu ile belirlenir. Söz konusu limiti bir katına kadar artırmaya Cumhurbaşkanı yetkilidir... Bu maddenin yürürlüğe girdiği tarih itibarıyla ihale ilanına çıkmış olan projeler açısından uygulama sözleşmeleri taslağına ilişkin ihale öncesi Müsteşarlık görüşü, kısmi üstlenim taahhüdü ve borç üstlenim hükümleri uygulanmaz. Bu maddenin uygulanmasına ilişkin usul ve esaslar yönetmelik ile düzenlenir.” şeklinde ifade edilmiştir.

²⁴² T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, “Kamu Borç Yönetim Raporu”, 2021, s.23.

²⁴³ Osmangazi Köprüsü dâhil olmak üzere sağlanan kredi, Türk Bankaları; Akbank, Finansbank, Ziraat Bankası, Garanti Bankası, Halk Bankası, İş Bankası, Vakıflar Bankası, Yapı ve Kredi Bankası ve Yabancı Bankalar; Deutsche Bank, Saudi National Commercial Bank, Bank of China, Siemens Bank tarafından sağlanmıştır.

²⁴⁴ T.C. Sayıştay Başkanlığı, “2019 Yılı Genel Uygunluk Bildirimi Raporu”, 2020, s.50.

6428 sayılı Kanun'un 26'ncı maddesi ile 4749 sayılı Kanun'un borç üstlenim limitine ilişkin hükümleri "Hazine ve Maliye Bakanlığı Tarafından Gerçekleştirilecek Borç Üstlenimi Hakkında Yönetmelik" ile 19.04.2014 tarihinde yürürlüğe girmiştir. 2019 yılı borç üstlenim alt ve üst limiti ise aşağıdaki Kanun ve yönetmelikler takip edilerek belirlenmiştir:

a. 3. Madde 1. Fıkrasında "Ana kredi: 1 inci maddede tanımlanan yatırım ve hizmetlerin finansmanı için şirket tarafından yurtdışından sağlanan ve ilgili sözleşme uyarınca şirketin taahhüt ettiği özkaynağı içermeyen finansmanı"

b. 4. Madde 1. Fıkrasında; "İdareler tarafından gerçekleştirilen ve asgari yatırım tutarı bir milyar Türk Lirası olan yap-işlet-devret projeleri ile Sağlık Bakanlığı ve Millî Eğitim Bakanlığı tarafından gerçekleştirilen ve asgari yatırım tutarı beşyüz milyon Türk Lirası olan yap-kirala-devret projelerinde borç üstlenim taahhüdü verilebilir. Yatırım tutarının tespitinde, projeye ilişkin Yüksek Planlama Kurulu kararına esas teşkil eden fizibilite raporunda belirtilen yatırım tutarı; Yüksek Planlama Kurulu kararının alınmadığı hallerde ihale şartnamesine esas teşkil edecek olan fizibilite raporunda belirtilen yatırım tutarı esas alınır. Yatırım tutarının yabancı para birimi cinsinden olması halinde ilgili yıl yatırım programında yer alan ortalama program kuru esas alınarak Türk Lirasına çevrilmiş karşılığı dikkate alınır."

c. 2019 Yılı Merkezi Yönetim Bütçe Kanunu'nun "Hazine garantili imkân ve dış borcun ikraz limiti ile borç üstlenim taahhüt limiti ve borçlanmaya ilişkin işlemler" başlıklı 12'nci maddesinin üçüncü fıkrasında; "2019 yılında 4749 sayılı Kanunun 8/A maddesi çerçevesinde HMB tarafından sağlanacak borç üstlenim taahhüdü 4,5 milyar ABD dolarını aşamaz." ibaresi yer almaktadır.

2019 yıl sonu itibariyle; 4.435.000.000 USD borç üstlenim taahhüdü gerçekleşmiş olup, aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Bu üstlenim ise aşağıdaki tabloda belirtilmiştir. Aynı yıl için, çeşitli kamu kurum ve kuruluşlarınca temin edilen dış finansmanda oluşan temerrüt sebebiyle 49 milyon USD'lik borç üstlenimi Hazine tarafından gerçekleşmiştir. Güncel olarak, KÖİ kapsamında Hazine tarafından 17,2 milyar USD'lik borç üstlenimi mevcuttur.

Tablo 1.6 : Hazine Borç Üstlenim Taahhüdü Verilen KÖİ Projeleri

Proje Adı	KÖİ Modeli	Borç Üstlenim Anlaşması Tarihi	Toplam Proje Maliyeti	Kredi Tutarı	Kredi Tutarı (ABD Doları)
Avrasya Tüneli Projesi	Yap-İşlet-Devret	11.12.2012	\$ 1.239.863.000	\$ 960.000.000	960.000.000
Kuzey Marmara Otoyolu OdayeriPaşaköy (3. Boğaz Köprüsü Dâhil) Kesimi ve Ek İşleri	Yap-İşlet-Devret	İlk Finansman 13.05.2014	\$ 3.456.244.239	\$ 2.318.000.000	2.318.000.000
		İlave Finansman 11.03.2016		\$ 420.000.000	420.000.000
Gebze-Orhangazi-İzmir (İzmit Körfez Geçişi ve Bağlantı Yolları Dâhil) Otoyolu	Yap-İşlet-Devret	05.06.2015	\$ 6.312.392.047	\$ 4.956.312.328	4.956.312.328
Çanakkale-Malkara Otoyolu (1915 Çanakkale Köprüsü Dâhil)	Yap-İşlet-Devret	16.03.2018	€ 3.159.721.036	€ 2.265.000.000	2.799.993.000
Ankara-Niğde Otoyolu	Yap-İşlet-Devret	07.06.2018	€ 1.462.628.902	€ 1.114.962.012	1.310.749.341
Kuzey Marmara Otoyolu KurtköyAkyazı Kesimi	Yap-İşlet-Devret	16.09.2019	\$3.661.656.404	\$2.840.000.000	2.840.000.000
Kuzey Marmara Otoyolu KınalıOdayeri Kesimi	Yap-İşlet-Devret	16.09.2019	\$2.072.257.009	\$1.595.000.000	1.595.000.000
Toplam					17.200.054.669

Kaynak: T.C. Hazine Bakanlığı, “2020 Yılı Kamu Borç Yönetim Raporu”, (Çevrimiçi), <https://ms.hmb.gov.tr/>, 21 Mayıs 2021.

1.3.1.2. Tahvil İhracıyla Gerçekleştirilen Altyapı Yatırımları Finansman Modelleri

Türkiye’de kamu ve özel sektörü kapsayan haliyle tahvil piyasası, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile 1981 yılında ilk kez hukuki statüye kavuşmuştur. İlgili kanun yerini 2012 yılında yürürlüğe giren 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na bırakmıştır. Hazine Müsteşarlığınca ihraç edilen borçlanma araçları hariç, ihraç edilecek tahviller halk arz edilsin veya edilmeksizin “SPK Borçlanma Araçları Tebliği”ne Kurul iznine tabidir. Ülkemizde sermaye piyasalarının henüz yeterli gelişmişlik düzeyinde olmaması sebebiyle altyapı yatırımlarının finansmanında Dünya uygulamalarına kıyasla tahvil ihracıyla finansman seçeneğinin sık kullanılmadığı görülmektedir.

2008 yılında yaşanan küresel ekonomik kriz sonrasında özellikle gelişmekte olan ülkeleri destekleyen yabancı fon akımlarındaki daralmanın altyapı yatırımlarını da etkilediği belirtilmiştir. Bu doğrultuda 2008 krizi sonrasında Avrupa bankalarının ülkemizin de içinde yer aldığı gelişmekte olan ülkelere sağladığı kredi hacmindeki %30’luk daralma bu durumu teyit etmektedir.²⁴⁵ Aynı dönem için Türkiye’nin kamu tahvil stoğu aynı dönem için 146 milyar USD’dir.²⁴⁶ Bununla birlikte Türk ekonomisinde sermaye piyasası araçlarının finansal varlıklar içerisindeki payının arttığı belirtilmektedir. Ayrıca toplam finansal varlıkların %22’lik kısmına sahip tahvil ve bono piyasasında kamunun payı %21 seviyesindeyken; özel sektör sadece %1’lik pay almıştır.²⁴⁷ Ülkemizde bankacılık toplam varlıklarının %60’lık kısmının kredilerden oluştuğu ve menkul kıymetlerin payının ise %17 olduğu görülmektedir.²⁴⁸ Bununla birlikte, toplam menkul kıymetlerin dağılımında ise devlet tahvillerinin

²⁴⁵ World Bank, “Umbrella Paper Long-Term Investment Financing for Growth and Development, Presented to the Meeting of the G20 Ministers of Finance and Central Bank Governors”, Russia G20 Meetings, Moscow, 2013, s.6.

²⁴⁶ SPK, “Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler”, (Çevrimiçi), <https://www.spk.gov.tr/>, 20 Ocak 2021.

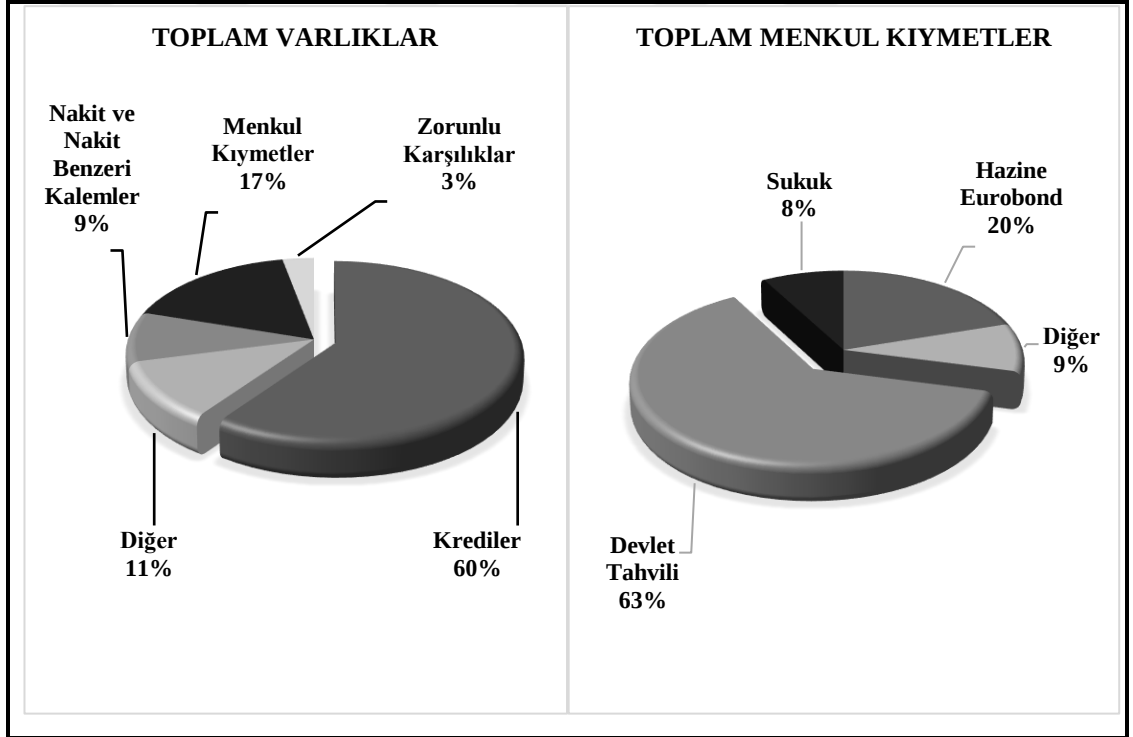
²⁴⁷ Türkiye Bankalar Birliği, “Faaliyet Raporu 2020-2021”, (Çevrimiçi), <https://www.tbb.org.tr/>, 16 Ekim 2021.

²⁴⁸ Bkz.: Grafik 1

%63'lük pay aldığı dikkat çekmektedir.²⁴⁹ Ülkemizde kamunun finansmanına getiri odaklı yaklaşımla bankaların teveccüh gösterdiği bilinmektedir. Buradan da anlaşılacağı üzere; kredilere nazaran daha uygun maliyetle fon imkânı sunan tahvil ihracı altyapı yatırımları için önem arz etmekle birlikte; tabana yaygın ihraçların Türkiye’de henüz yeterli hacme ulaşmadığı görülmektedir.

Ülkemizde her ne kadar kısıtlı olsa da altyapı yatırımlarına finansman sağlamak amacıyla gerçekleştirilmiş tahvil finansman modelleri aşağıda açıklanacaktır.

Grafik 1.1: Türk Bankacılık Sektöründe Kredi ve Menkul Kıymet Dağılımı



Kaynak: BDDK, “Temel Göstergeler Raporu”, (Çevrimiçi), <http://www.bddk.org.tr/>, 15 Haziran 2021.

²⁴⁹ Türkiye’deki bankaların portföyünde yer alan menkul kıymetler içerisinde sukuk ise her geçen yıl payını arttırmakta ve güncelde %8’lik payı ile dikkat çekmektedir.

1.3.1.2.1. Devlet Tahvili

Türkiye’de altyapı yatırımlarının finansmanı için kamunun tahvil ihracıyla projeye finansman sağlaması mevcut kanunlarla mümkün kılınmıştır. Bu kapsamda, 4749 sayılı “Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlemesi Hakkındaki Kanun” yasal çerçeveyi belirlemektedir. Türkiye Cumhuriyeti Hazine Müsteşarlığı, iç ve dış piyasadan tahvil ihracıyla kamu finansmanı kapsamında borçlanmaya yetkili kılınmıştır. Kamu finansmanını çeşitlendirmek için ülkemizde DİBS’e alternatif ürünler de yatırımcılara sunulmuştur.

Türkiye’de Hazine Müsteşarlığı tarafından ilk Gelire Endeksli Senet (GES) ihracı 28 Ocak 2009 tarihinde gerçekleştirilmiştir. GES, kamu borçlanma araçları arasında yer almaktadır. Kamu İktisadi Teşebbüslerinin (KİT) bütçe’ye aktarılan hasılat paylarına endeksli olarak çıkarılmıştır. İlgili ürünün iki farklı amacı olduğu Hazine Müsteşarlığınca paylaşılmıştır. Bu amaçlar; Devlet İç Borçlanma Senetlerine (DİBS) alternatif oluşturmak ve yatırımcılara getirisi devlet gelirleriyle ilişkilendirilmiş bir yatırım aracı sunmaktır. Yatırımcısına aynı zamanda asgari olarak belirlenmiş bir kupon ödemesini de garanti etmiştir. İlk ihraçlara bakıldığında 3 yıl vadeli ve 3 ay veya 6 ayda bir kupon ödemeli olarak yatırımcılara sunulduğu görülmektedir.²⁵⁰

Bununla birlikte, tahvil ihracının özellikle proje ile özdeşleştirildiği kamu tahvil ihracına rastlanmamıştır. Kamu altyapı yatırımlarının geçmişten günümüze tahville finansman modeline incelendiğinde; kamu kendi finansmanını sağlarken elindeki borçlanma araçlarını genel bütçe finansmanına yönelik kullanmaktadır. Bu noktadan hareketle; altyapı yatırımıyla bütünleşmiş bir finansman modelinin benimsenmediği görülmektedir.

²⁵⁰ T.C. Hazine ve Maliyet Bakanlığı, “Gelire Endeksli Senetler Tanıtım Kılavuzu”, (Çevrimiçi), <https://ms.hmb.gov.tr/>, 16 Haziran.2020.

1.3.1.2.2. Yerel Yönetim Tahvili

Türkiye’de, kamu kaynaklarının yönetiminde merkezi idare ve yerel idareler olmak üzere iki kavramdan bahsedilmektedir. Bu iki idare arasındaki yönetim ilişkisi ise geçmişten günümüze “idareler arası ilişkiler” kavramıyla açıklanmaktadır. Günümüzde altyapı yatırımlarının yerel idarelerce gerçekleştirilmesi için kaynak arayışlarının arttığı gözlemlenmektedir. Bu noktada, Hazine Müsteşarlığı iznine tabi olmakla birlikte altyapı finansmanının gerçekleştirilmesi amacıyla yerel yönetimlerce gerçekleştirilecek yurtiçi ve yurt dışı tahvil ihraçlarının da önü açıktır. Öte yandan, yerel yönetimlerce geçmişte yurt dışından alınan kredilerdeki temerrütlere ilaveten tahvil ödemelerindeki kötü tecrübeler yasal değişiklikleri ve beraberinde Hazine Müsteşarlığı iznini zorunlu kılmıştır. Bu düzenleme kapsamında bazı şartlar getirilmiş olup; ilgili yerel yönetimin Hazineye vadesi gelmiş borcunun bulunmaması, ilgili projenin yatırım programında yer alması ve Hazine Müsteşarlığı’ndan izin alınması zorunludur.

Ankara Büyükşehir Belediyesi tarafından altyapı yatırımının finansmanı amacıyla 1990-1992 yılları arasında Almanya ve Japonya piyasalarında beş adet tahvil ihracı gerçekleştirilmiştir.²⁵¹ Ankara Büyükşehir Belediyesi, tahvil ödeme yükümlülüklerini yerine getirememiş ve ülke kredibilitesi göz önünde bulundurularak yaklaşık 400 mio USD’lik borcu Hazine Müsteşarlığı tarafından üstlenilmiştir.

²⁵¹ 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda (3 üncü madde), 5393 sayılı Belediye Kanunu’nda (68 inci madde), 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlemesi Hakkındaki Kanun’da (4 üncü madde) ve 15/03/2012 tarihli ve 28234 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan Genel Yönetim Kapsamındaki Mahalli İdareler ile Bunların Bağlı Kuruluşları ve İktisadi Teşebbüslerinin Yurt içi Piyasalarda Yapacakları Tahvil İhraçlarının İzin Sürecine İlişkin Usul ve Esaslara Dair Yönetmelik’te mahalli idarelerin tahvil ihracına ilişkin düzenlemeler bulunmaktadır.

Tablo 1.7 : Ankara Büyükşehir Belediyesi Tarafından İhraç Edilen Tahviller

İhraç Tarihi	Aracı Banka	Tutar (Milyon)	Vade (Yıl)	Faiz	Piyasa
09.10.1990	DG Bank	150 DM	5	10,25	Euro DM
05.06.1991	Nomura-Mitsui Bank	8.500 Yen	5	8,4	Shibosai
18.10.1991	Nomura-Mitsui Bank	5.000 Yen	1,9	Libor+1,05	Shibosai
17.03.1992	Nomura-Mitsui Bank	4.600 Yen	5	7,6	Shibosai
15.10.1992	Nomura-Mitsui Bank	50.000 Yen	5	6,8	Samurai

Kaynak: T.C. Hazine Bakanlığı, “Kamu Borç Yönetim Raporu”, (Çevrimiçi), “<https://ms.hmb.gov.tr/>”, 26 Mayıs 2021.

İstanbul Büyükşehir Belediyesi (İBB) ise Ankara Büyükşehir Belediyesi’nden yaklaşık 33 yıl sonra yurt dışı yatırımcılarına yönelik 580 milyon USD’lik 5 yıl vadeli eurobond tahvil ihracını tamamlamıştır. İlgili ihraçtan elde edilen gelirin devam eden on farklı metro projesine ek olarak yeni başlayacak Kaynarca-Pendik-Tuzla, Çekmeköy-Sancaktepe-Sultanbeyli, Kirazlı-Halkalı ve Mahmutbey-Bahçeşehir-Esenyurt projelerinin tamamlanmasına yönelik kullanılacağı belirtilmiştir. Altyapı yatırımlarının finansmanı için Hazine Müsteşarlığının garantisi olmaksızın %6,375 yıllık maliyetle gerçekleşen eurobond ihracına yaklaşık 4,3 kat fazla talep gelmiştir. Hazine müsteşarlığı aynı yıl içinde %6 maliyetle ihraç gerçekleştirdiği düşünüldüğünde; İBB tahvil ihracının kamuya yakın bir maliyetle temin edildiği görülmektedir.

Yerel yönetimlere ait tahvil piyasası ülkemizde gelişmemiş olmamasına rağmen Dünya’da işlem hacmi olarak gelişmiş sermaye piyasası ürünleri arasında yerini almıştır. ABD’de yerel idarelerin kaynak temini ağırlıklı olarak tahvil ve bono ihracıyla karşılanmaktadır. ABD’de her yıl ortalama 13,000 adet yerel yönetim tahvili ihraç edildiği göz önünde bulundurulduğunda ülkemizde gelişmesine ihtiyaç duyulan sermaye piyasası ürünleri arasında yer almaktadır. Yerel yönetim tahvillerinin ABD’deki gelişimindeki iki temel nedeni belirtmek gerekir ki; bankaların ülke

özelinde uzun vadeli kredi verme isteğinin az olması ve bireysel emeklilik fonlarını da içeren geniş kurumsal yatırımcı kitlesine sahip olmasıdır. Ayrıca, ülkemizde gerçekleşecek ihraçlarda tahvil sigortası ile yerel yönetimlerin temerrüt riskini ortadan kaldıracak finansal modellerin uygulanması mümkündür.

1.3.1.2.3. Yeşil Tahvil

Yeşil Tahvil, sürdürülebilir çevre için gerçekleştirilecek yeşil projelere sağlanan finansmanı ifade etmektedir. Ülkemizde, “sürdürülebilirlik” kavramı altında sürdürülebilir tahvil olarak da tanımlanmaktadır. Türkiye’de yeşil tahvil ihraçlarına bakıldığında ağırlıklı altyapı yatırımlarına yönelik finansman sağladıkları görülmektedir. Bununla birlikte, ülkemizde kamu kurum ve kuruluşları yeşil tahvil için henüz ihraç gerçekleştirilmemiştir. Gerçekleştirilen yeşil tahvil ihraçlarının tamamı bankalar ve özel sektör tarafından hayata geçirilmiştir. Özel sektör tarafından ihraç edilen yeşil tahvillerin yoğun ilgi görmekte ve altyapı yatırımları iyi bir alternatif kaynak imkânı sunmaktadır. Borçlanma maliyetlerinin, diğer tahvillere kıyasla hazine borçlanma maliyetlerine daha yakın seviyede olduğu anlaşılmaktadır.²⁵²

Ülkemizde ilk yeşil tahvil ihracı, 2016 yılında Türkiye Sinai Kalkınma Bankası (TSKB) tarafından gerçekleştirilmiştir. Dünya’daki ilk yeşil tahvil ihracından yaklaşık 9 yıl sonra gerçekleşen bu yurt dışı yatırımcılara yönelik ihraç; 5 yıl vadeli ve 300 milyon USD tutarındadır. İlgili tahvil ihracına İngiltere ve Avrupa Ülkeleri başta olmak üzere toplamda 4 milyar USD’lik talep gelmiştir. Yaklaşık 14 kat daha fazla gelen talep nedeniyle, TSKB borçlanma maliyetini aşağı yönlü revize etmiştir.²⁵³ TSKB, yeşil tahvil ihracıyla elde ettiği kaynağı yenilenebilir enerji, sağlık, elektrik dağıtımı gibi altyapı yatırımlarını içeren alanlarda kullanmıştır.

²⁵² USD bazında 2016 yılı içinde aynı vadede gerçekleşen yurt dışına yönelik özel ihraçlar incelenmiştir. TSKB’nin %4,85 ile gerçekleştirdiği tahvil ihracı ile Halkbank 5 yıl vadeli %5.05 tahvili, Aktifbank 5 yıl vadeli %6 tahvilleri ile kıyaslanmıştır.

²⁵³ Neslihan Turguttopbaş, “Sürdürülebilirlik, Yeşil Finans ve İlk Türk Yeşil Tahvil İhracı,” **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Vol.12, No.22, 2020, s.267-283, s.278.

Tablo 1.8 : TSKB Yeşil Tahvil ile Finanse Edilen Projeler

	Proje Sayısı	Toplam Pay
Yenilenebilir Enerji	7	42,60%
Elektrik Dağıtımı	5	24,90%
Limanlar	4	20%
Enerji ve Kaynak Etkinliği	2	10,70%
Sağlık	1	1,80%
TOPLAM	19	

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

2017 yılında YDA İnşaat tarafından, Türkiye'nin yurtiçi sermaye piyasalarına yönelik 400 mio TL'lik ilk yeşil tahvil ihracı tamamlanmıştır. Şirket, tahvil ihracıyla sağladığı kaynağı Şanlıurfa Sağlık Yerleşkesi, Konya Karatay Sağlık Kampüsü, Kayseri Entegre Sağlık Kampüsü, Dalaman Havalimanı gibi yeşil altyapı projelerinde kullanacağını taahhüt etmiştir.²⁵⁴ 2018 yılında, Rönesans Holding tarafından YİD modeliyle gerçekleştirilen Elazığ Şehir Hastanesi için 288 mio EUR tutarında 20 yıl vadeli yeşil tahvil ihracı gerçekleştirilmiştir.²⁵⁵

1.3.1.3. Halka Arz Yöntemiyle Gerçekleştirilen Altyapı Finansman Modelleri

Özellikle 2000'li yılların başından itibaren halka arz yöntemiyle altyapı yatırım projelerine kaynak temini için birçok yasal düzenleme gerçekleştirilmiştir. Ülkemizde, sermaye piyasası araçları halka arz edilmek ve halka arz edilmeksizin

²⁵⁴ YDA, “Yeşil Tahvil & Sürdürülebilir Tahvil İhracı”, (Çevrimiçi), <https://www.yda.com.tr/>, 14 Haziran 2020.

²⁵⁵ T.C. Cumhurbaşkanlığı Yatırım Ofisi, “Investing in Infrastructure & PPP Projects in Turkey?”, (Çevrimiçi), <https://www.invest.gov.tr/>, 12 Eylül 2021.

satışla gerçekleştirilmektedir. Ayrıca, bu yöntemlerin her ikisinin bir arada kullanılması da mümkündür.²⁵⁶

1.3.1.3.1. Hisse Senedi İhracı

Türkiye’de yurt dışına benzer şekilde organize piyasalarda altyapı şirketi kavramının henüz yer almadığı görülmektedir. Şirketlerin hisse senedi ihracıyla birlikte altyapı yatırımlarına finansman sağlanması sermaye piyasalarının gelişmişlik seviyesiyle paralellik göstermektedir. Borsa İstanbul’daki (BİST) endeksler incelendiğinde; Amerika, Endonezya gibi ülkelerde yer alan altyapı endeksine rastlanmamıştır. Bununla birlikte, gelişmekte olan ülkeler arasında yer alan ülkemizin alternatif finansman modeli olarak altyapı yatırımlarında hisse senedi ihracının kullanılmadığı görülmektedir. Öte yandan altyapı gayrimenkul yatırım ortaklıkları üzerinden halka arz yöntemi ise özellikle 2000’li yılların başından bu yana gündeme gelmiştir.

Bu veriler ışığında BIST şirketlerine ait izahnamelerde yer alan halka arzın gerekçesi başlığı altında ilgili ihraçlar incelenmiştir. Özellikle; enerji, inşaat, ulaşım sektörlerindeki halka arz olan şirketlerin, elde edilecek fon kaynağının kullanım amaçları arasında altyapı yatırımları zikredilmektedir.²⁵⁷ Doğalgaz santrali, doğalgaz boru hattı yatırımları, havalimanı yatırımı gibi birçok alanda başlamış veya yeni başlayacak olan projelerin finansmanında dolaylı olarak kullanıldığı anlaşılmaktadır.

1.3.1.3.2. Altyapı Yatırım Ortaklığı

Altyapı Yatırım Ortaklıkları, Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı şeklinde düzenlenen başlık altında çalışmamızda değerlendirilecektir. Her ne kadar, yurt

²⁵⁶ T.C. Cumhurbaşkanlığı Mevzuat Bilgi Sistemi, “Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2)”, (Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr>, 21 Şubat 2021.

²⁵⁷ Global Menkul Değerler, “Naturel Gaz Taslak İzahname”, (Çevrimiçi), <https://global.com.tr/duyurular/>, 21 Şubat 2021; Akenerji, “2012 Akenerji İzahname”, (Çevrimiçi), <https://www.akenerji.com.tr/>, 21 Şubat 2021

dışında her iki başlık altında farklı sermaye piyasası araçlarına rastlansa da ülkemizde altyapı yatırım ortaklığı ismiyle bir finansal ürün bulunmamaktadır.

1.3.1.3.3. Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

“Altyapı Gayrimenkul Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” ülkemizde ilk olarak 2009 yılında yayımlanmıştır. İlgili tebliğde; münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşacak portföyü yöneten yatırım ortaklıkları Altyapı GYO olarak tanımlanmıştır. İlk tebliğde, kuruluş, faaliyet esasları ve yükümlülükleri SPK mevzuatına dâhil edilmiştir. Buna ek olarak, "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" 2014 yılında yayımlanmıştır. Bu tebliğle birlikte yabancı yatırımcılar için GYO’ların cazip kılınması amaçlanmış ve kamu bütçesine yük getirmeden projelere finansman sağlanması hedeflenmiştir. Ayrıca ilgili tebliğde; ulaşım, enerji, telekomünikasyon, sağlık, turizm vs. sektörlerde ve yerel yönetimlerin altyapı yatırımlarını gerçekleştirmek isteyen GYO'lara ilişkin esaslar belirlenmiştir.²⁵⁸ 09.10.2020 tarihinde yayımlanan III-48.1.e sayılı “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile mevcut mevzuatta önemli değişiklikler yapılmış ve Altyapı GYO’ların etkin olarak faaliyetlerini sürdürmesine yönelik düzenlemeleri beraberinde getirmiştir.

Ülkemizde altyapı yatırım ve hizmetlerinin gerçekleştirilmesi amacıyla kurulan Altyapı GYO’ların anonim şirket olarak kurulması, ticari ünvanında “gayrimenkul yatırım ortaklığı” ifadesinin yer alması ve esas sözleşmede ortaklık aktif toplamının asgari %75’inin altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşması yasal zorunluluktur. Ayrıca ortaklığın çıkarılmış sermayesinin asgari %25’inin halka arz edilmesi veya nitelikli yatırımcılara satış yoluyla ihraç edilmesi zorunlu kılınmıştır. Anonim şirket olarak kurulan yatırım ortaklıkları için 100 mio TL ödenmiş sermayeyi zorunlu tutulmuştur. Halka arz yoluyla payların satışı için ise asgari 200 mio TL ödenmiş

²⁵⁸ SPK, “Sermaye Piyasasında Meydana Gelen Önemli Gelişmeler”, (Çevrimiçi), <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Hakkimizda/SermayePiyasasindaGelistmeler>, 15 Haziran 2020.

sermaye zorunludur. Öte yandan, ortaklık sermayesinin asgari %20'sinin kamu kurum ve kuruluşu niteliğinde bir tüzel kişiye ait olması halinde ise bu tutar asgari 5 mio TL olarak belirlenmiştir.²⁵⁹

Günümüzde Borsa İstanbul'da 39 farklı gayrimenkul yatırım ortaklığı firması yer almakta ve 2015-2019 yılları arasında ilk defa halka arzı gerçekleştirilen 3 adet GYO olduğu dikkat çekmektedir.²⁶⁰ Borsaya kote olan GYO'lar arasında münhasıran altyapı yatırımlarına yönelik faaliyet gösteren bir şirkete rastlanmamıştır. Öte yandan, Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. firması ülkemizde münhasıran altyapı yatırım faaliyeti sürdürmek amacıyla 01.02.2016 tarihinde SPK'dan izin almıştır. SPK tarafından onaylanmış ülkemizdeki ilk Altyapı GYO'dur. Öte yandan ilgili Altyapı GYO'nun halka arz talebi güncel tebliğde yer alan düzenlemelere uyumsuzluk sebebiyle SPK tarafından onaylanmamıştır. Ülkemizde ilk kez Halk GYO (Kaynak Kuruluş) tarafından yönetim sözleşmesine dayalı olarak 100 mio TL tutarında GYO Sukuk ihracı 2017 yılında gerçekleştirilmiştir.²⁶¹

Cumhurbaşkanlığı 2020 yıllık programının faizsiz finans ürünlerinin geliştirilmesine yönelik düzenlenen 252.4 maddesinde “Tarım arazileri gelirlerine yönelik Altyapı GYO kurulmasına yönelik” şeklinde zikredilmiştir.²⁶² Özetle; Türkiye uygulamaları çalışmamız kapsamında incelendiğinde sadece bir adet Altyapı GYO firması mevcuttur. Altyapı yatırımlarına yönelik KÖİ projelerinin daha şeffaf sürdürülmesi amacıyla kamu ile özel sektörü kurulacak şirket üzerinden bir araya getirecek yapıyı güncel mevzuatla birlikte Altyapı GYO taraflara sunmaktadır. Altyapı GYO'lar ülkemizde dört şekilde kullanılması mümkündür. Bunlar:

²⁵⁹ T.C. Cumhurbaşkanlığı Mevzuat Bilgi Sistemi, “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1), Madde 6”, (Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr/>, 21 Şubat 2021.

²⁶⁰ SPK payların ilk halka arz verileri incelenmiştir. 2016 yılı: Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş., 2018 yılı: Peker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş., Trend Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

²⁶¹ Halk GYO, “2017 yıl sonu finansal sonuçlar basın bülteni”, (Çevrimiçi), <http://www.halkgyo.com.tr/>, 12 Şubat 2020.

²⁶² T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Kalkınma Başkanlığı, “2020 Yılı Cumhurbaşkanlığı Yıllık Programı”, (Çevrimiçi), <https://www.sbb.gov.tr/>, 27 Şubat 2021.

- a. Altyapı GYO'lar altyapı yatırım fonu gibi davranarak; başka altyapı projelerinin finansmanına aktif toplamının %75'i kadar iştirak edebilir.
- b. ÖAŞ hüviyetinde proje yöneticisi konumunda olabilir. Ancak, projenin inşaatını kendisi gerçekleştiremez. Bununla birlikte; altyapı projesine finansman kaynağı sağlayarak projeyi finanse edebilir.
- c. KÖİ projelerinde kamu ve özel sektörün tüzel kişiliği olarak konumlanabilir. Projelerin finansmanı için halka arz veya kredi kaynaklarına ulaşabilir.
- d. Yerel yönetimler tarafından kurulacak olan Altyapı GYO'ya İlbank'ın iştirak etmesi halinde kanunda yer alan 5 mio TL sermaye ile Altyapı GYO kurulmasını mümkün kılmaktadır. Altyapı yatırımları yerel yönetimlerce bu finansman modeli üzerinden finanse edilebilir.²⁶³

Sonuç itibariyle Altyapı GYO bir tüzel kişilik olarak altyapı projelerine katkı sunarken tüm paydaşlara şeffaflıkla verileri sunmaktadır. Şirketlere vergi avantajı, şeffaflık, alternatif ve ucuz kaynak temini için imkân sağlarken yatırımcılara proje gelirlerinin aktarılmasını mümkün kılmaktadır.

1.3.1.4. Halka Arz Edilmeksizin Gerçekleştirilen Altyapı Finansman Modelleri

Ülkemizde halka arz edilmeksizin sermaye piyasası araçlarının satışı nitelikli yatırımcıya veya tahsisli olmak üzere iki şekilde gerçekleştirilmektedir. Altyapı yatırımlarına Girişim Sermayesi Yatırım Fonu (GSYF) ve Gayrimenkul Yatırım Fonu (GYF) finansman modelleri halka arz edilmeksizin kullanılan sermaye piyasası araçlarıdır. Bununla birlikte GSYF modeli ülkemizde 2013 ve 2014 yıllarında yayımlanan tebliğ sonrası kullanılmaya başlanmıştır. Ayrıca, altyapı yatırım fonu finansman modeli ise ülkemizde henüz kullanılmadığı için GYF başlığı altında detaylandırılacaktır.

²⁶³ Erol, Ozuturk, "An Alternative Model of Infrastructure Financing Based on Capital Markets: Infrastructure REITS (InfraREITs) in Turkey", s.78.

1.3.1.4.1. Gayrimenkul Yatırım Fonu

Yatırım fonu, yatırımcılardan topladığı tutarı tahvil, hisse senedi, kira sertifikası, vadeli işlem sözleşmeleri veya borsada işlem gören kıymetli madenlerden oluşan portföylere inançlı mülkiyet esasına ve fon tüzüğüne dayalı olarak yatırım yapmaktadır. Bu kapsamda, yatırımcılar, tasarruflarını değerlendirmek üzere yetkiyi yatırım fonu kurucusuna devretmektedir. Fon kurucusunun malvarlığı ile fonun mal varlığının birbirinden bağımsız olması gerekmektedir. Yatırım fonu kurucusu, profesyonel çerçevede işlettiği fon karşılığında fon yönetim ücretini yatırımcılardan tahsil etmektedir. Yatırım fonları, tüzel kişiliğe sahip olmayan mal varlığını ifade ederken; borsada işlem görme zorunlulukları da yoktur. Bu haliyle tüzel kişiliğe sahip olan ve borsada işlem görme zorunluluğu bulunan yatırım ortaklıklarından da ayrılmaktadır.²⁶⁴ Çalışmamızda daha önce ifade edildiği üzere yurtdışında halka arz edilen yatırım fonlarının aksine ülkemizde genellikle nitelikli yatırımcılara yönelik satış şeklinde arzı gerçekleştirilmektedir.

Ülkemizde yatırım fonları ilk defa 28.07.1981 tarih ve 2499 sayılı SPK kanunu kapsamında Türk hukuk sistemine girmiştir.²⁶⁵ İlk yatırım fonu ise 1987 yılında faaliyetine başlamıştır. Güncel olarak, 9/7/2013 tarihli ve 28702 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanmış olan tebliğe göre yatırım fonları yasal altyapıya kavuşmuştur.²⁶⁶ Ülkemizde yaklaşık 35 yıllık geçmişe sahip yatırım fonları incelendiğinde Amerika’da ve diğer batılı ülkelerde görülen altyapı yatırım fonuna benzer bir fonun ise ülkemizde henüz olmadığı anlaşılmaktadır. Yurtdışı örneklerinde görülen altyapı yatırım fonlarının ise Gayrimenkul Yatırım Fonu (GYF) ile benzeştiği görülmektedir.

²⁶⁴ SPK, “Menkul Kıymet Yatırım Fonları: Tanıtım Rehberi”, (Çevrimiçi), <https://www.spk.gov.tr/>, 20 Haziran 2020.

²⁶⁵ Resmî Gazete, “Sermaye Piyasası Kanunu”, (Çevrimiçi), www.resmigazete.gov.tr/arsiv/17416.pdf, 15 Haziran 2021

²⁶⁶ SPK, “ Sermaye Piyasasında Meydana Gelen Önemli Gelişmeler”, (Çevrimiçi), <https://www.spk.gov.tr/>, 25 Haziran 2021

GYF, sadece nitelikli yatırımcılardan katılma payları karşılığında toplanan paralarla inançlı mülkiyet esaslarına uygun SPK tarafından belirlenmiş varlık ve işlemlerden oluşan portföyü yönetmektedir. GYF, süreli veya süresiz olarak kurulabilmekte ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığı ifade etmektedir. Fon toplam değerinin en az %80'i gayrimenkul yatırımlarından oluşması ise zorundadır.²⁶⁷ Dünya uygulamalarına benzer şekilde altyapı yatırım fonları gibi GYF'ler tarafından da altyapı yatırım projelerine finansman sağlanması mümkündür. Ülkemizde toplam büyüklüğü 9,8 milyar TL büyüklüğe ulaşan 86 adet GYF faaliyetini sürdürmektedir. Altyapı yatırımlarından ziyade gayrimenkul sektörüne yönelik konut, ofis, AVM vb. yatırımlarının finansmanı dikkat çekmektedir.²⁶⁸ Buna ek olarak, ülkemizde GYF'nin piyasa derinliğinin oluşması adına bireysel emeklilik sistemindeki standart fon için asgari %10'luk kısmının GYF, GSYF, Türkiye Varlık Fonu vb. sermaye piyasası araçlarına yatırıma yönlendirilmesi yönündeki tebliğ önem arz etmektedir.²⁶⁹

1.3.1.4.2. Girişim Sermayesi Yatırım Fonu

Girişim Sermayesi Yatırım Fonu (GSYF), nitelikli yatırımcılara katılma payı karşılığında satışı gerçekleştirilen ve SPK tarafından belirlenmiş varlık ve işlemlere ait portföyün inançlı mülkiyet esasına dayalı olarak yönetildiği varlık havuzudur. GSYF süreli olarak kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan malvarlığını ifade etmektedir. GSYF, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında 2013 yılında düzenlenen tebliğle yasal çerçeveye alınmıştır. 2014 yılında ise ilgili kanunun 52 ve 54'üncü maddesi kapsamında III-52.4 sayılı "Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile güncellenmiştir. GSYF, çalışmamız kapsamında altyapı yatırım

²⁶⁷ SPK, "Gayrimenkul Yatırım Fonu Tanıtım Rehberi", (Çevrimiçi), <https://www.spk.gov.tr/>, 10 Ağustos 2020.

²⁶⁸ GYODER, "Gayrimenkul Yatırım Fonu Pazarı", (Çevrimiçi), <https://gyodergosterge.com/>, 30 Ağustos 2021.

²⁶⁹ Emeklilik Gözetim Sistemi, "Bireysel Emeklilik Sistemi, Otomatik Katılım Uygulama Esasları Hakkında Sektör Duyurusunda (2016/30) Değişiklik Yapılması Hakkında Sektör Duyurusu (2017/2)", (Çevrimiçi), <https://www.egm.org.tr/>, 26 Ağustos 2020

projeleri için kullanılan mezzazine finansman modeli olarak detaylandırılacaktır. Bu kapsamda ilgili tebliğdeki maddeler incelenmiştir.

Altyapı yatırımlarını ilgilendiren kısmıyla tebliğdeki 18. madde önem kazanmaktadır. İlgili maddenin birinci fıkrasında bir projenin gerçekleştirilmesi için faaliyet gösteren şirketler de girişim şirketi olarak değerlendirilmektedir. Bu şirketlerin ise Türkiye’de kurulmuş olması veya yatırım yapıldığı tarihte son yıl finansal tablolarına göre varlıklarının en az %80’inin Türkiye’de kurulu bağlı ortaklık ya da iştiraklerden oluşmasının gerekli olduğu belirtilmiştir. Buna ek olarak, aynı maddenin ikinci fıkrasında fonların sadece anonim veya limited şirketlere yatırım yapılabileceği belirtilmiştir. 18. maddenin üçüncü fıkrasının (f) bendinde payları borsada işlem görmeyen girişim şirketlerine borç ve özkaynak karması finansman sağlanabileceği ve finansman öncesinde fon ve girişim firması arasında vade ve faiz koşullarını içeren sözleşmenin imzalanması zorunlu kılınmıştır. 22. madde birinci fıkrada ise fona nitelikli yatırımcıların kaynak taahhüdünde bulunulacağı tutarı asgari 5 mio TL olarak belirlenmiştir. Ayrıca, ihraç belgesinde bu taahhüde yer verilmesi gerekliliği eklenmiştir. GSYF tebliğinin 19. maddesinde yatırımlara bazı sınırlandırmalar getirilmiş olup, fonun toplam değerinin en az %80’inin bir veya birden fazla girişim sermayesi yatırımından oluşması zorunlu tutulmuştur.

Ülkemizde 2016 yılında SPK’dan alınan izin doğrultusunda altyapı yatırımlarının finansman amacıyla 29 yıl süreyle ihraç edilen GSYF kurulmuştur. 08.05.2017 tarihinde ihraç edilen fon²⁷⁰ ülkemizde altyapı projesini finanse eden ilk fon olarak tarihe geçmiştir. GSYF Tebliği’nin 18. maddesinin üçüncü fıkrasının (f) bendinde yer alan esaslara uygun olarak adı geçen GSYF’nin altyapı projesine yatırım yapmayı amaçladığı ifade edilmiştir. Proje süresi; 3 yıl inşaat, 25 yıl işletme süresi olmak üzere toplam 28 yıl olarak izahnamede belirtilmiştir.²⁷¹

²⁷⁰ 2019 yılında gerçekleşen birleşme sonucu fonun adı tüzükteki değişiklikle birlikte “İstanbul Portföy Yönetimi A.Ş. Gaziantep Entegre Sağlık Kampüsü PPP Girişim Ser. Yat. Fonu” olarak değiştirilmiştir.

²⁷¹ Kamuoyu Aydınlatma Platformu (KAP), “Aktif Bank Sukuk Varlık Kiralama A.Ş.”, (Çevrimiçi). <https://www.kap.org.tr/Bildirim/466856>, 08 Şubat 2021.

İlgili fon tarafından KÖİ kapsamında inşa edilen hastane için proje firmasının yaptığı bildirim ile sermaye artışına özkaynak finansmanı modeliyle %10'luk kısmına iştirak edilmiştir. Hissedarlığı takiben ise sabit faizli finansman sağlanmıştır. Bu sabit faizli kredinin geri ödenmesi ise, fon dışındaki finansal kuruluşlardan sağlanan 18 yıl vadeli ve ödeme öncelikli kredilerin (*İng. senior debt*) anapara ve faiz geri ödemesini takiben, faiziyle birlikte 8 eşit taksitte ödeneceği belirtilmiştir. Ayrıca borç sermaye karması finansman sonrası gerekli şartların sağlanmasıyla birlikte fonun talebi doğrultusunda borcun sermayeye dönüştürülmesi de mümkündür. Bu haliyle ise gerçekleşen mezzanine finansman türünün paya dönüştürülebilir borçlanma aracı olduğu anlaşılmaktadır. Fona ait paylar ise yabancı emeklilik fonlarının sağladığı kaynak taahhüdüyle tahsis edilmiştir. Bu finansman ile fon süresi boyunca temettü ve faiz ödemelerinden oluşan düzenli bir nakit akışının yatırımcılara sunulması amaçlanmıştır. Projeye geniş açıdan bakıldığında ise, bu yöntemde proje finansman kredisi ve girişim sermayesi yatırım fonu olmak üzere çeşitli finansman modellerinin kullanıldığı anlaşılmaktadır.²⁷²

1.3.2. Faizsizlik İlkesi Altında Gerçekleştirilen Finansman Modelleri

Bu bölümde ülkemizde tarihi süreçte uygulanan faizsiz finansman modelleri incelenecek olup gelir ortaklığı senetleri ve istisna finansman modellerinin ülkemizdeki hukuki altyapısı açıklanacaktır. Akabinde söz konusu modellerle gerçekleştirilen uygulamalara yer verilecektir.

1.3.2.1. Gelir Ortaklığı Senetleri

Kamu altyapı yatırımlarının finansmanında geçmişte Gelir Ortaklığı Senetleri (GOS) Hazine Müsteşarlığı tarafından kullanılmıştır. GOS, 17.03.1984 tarih ve 18344

²⁷² Kamuoyu Aydınlatma Platformu (KAP), “Actus Gaziantep Entegre Sağlık Kampüsü PPP Girişim Sermayesi Yatırım Fonu”, (Çevrimiçi). <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/896281>, 08 Şubat 2021.

sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 2983 sayılı “Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması Hakkında Kanun” ve 13.09.1984 tarih ve 18514 sayılı Resmî gazetede yayımlanan “Kamu Ortaklığı Fonu Yönetmeliğine” dayalı olarak çıkarılmıştır. 1984 yılında, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nda kurulan Kamu Ortaklığı Fonu’na (KOF) gelirleri aktarılacak kamu altyapı tesisleri için (köprü, baraj, elektrik santrali, demiryolu, liman vb.) gerçek ve tüzel kişilere GOS ile yatırım imkânı sunulmuştur. GOS, bir sermaye piyasası ürünü olarak, menkul kıymetleştirilen kamu varlıklarının sermaye piyasalarında ihracı yöntemiyle kamu altyapı yatırımlarına finansman sağlanmasında kullanılan menkul kıymettir.

Kamu GOS senetleri aracılığıyla halen devam etmekte olan ve gelecekte başlanılacak altyapı yatırımlarına sermaye piyasası aracılığıyla ek finansman sağlamayı amaçlamıştır. Bu senetlerin tanımında her ne kadar ortaklık ibaresi yer alsada KOF’a satılan altyapı tesislerinde yatırımcılara varlığın mülkiyetine sahiplik veya ortaklık hakkı verilmemiştir.²⁷³ Bir başka ifadeyle, sadece gelire ortaklık imkânı sunan GOS’lar değişken faizli tahvil yapısına sahip şekilde ihraç edilmiştir. İlk ihraç, 1984 yılında üç ve beş yıl vadeli olarak %51 getiriyle 10 milyar Lira tutarında Boğaziçi Köprüsü Gelir Ortaklığı Senedi olmuştur.²⁷⁴ İMKB, 14.02.1986 tarihinde gelir ortaklığı senetlerinin borsada işlem görmesini kararlaştırmış ve 18.02.1986 tarihinde ise ilk defa Keban ve Keban-Oymapınar senetleri kot dışı pazarda işlem görmeye başlamıştır.²⁷⁵ GOS’lar 16 yıl yürürlükte kalmış ve otoyol, liman, köprü vb. altyapı yatırımlarına finansman sağlanmasında başvurulmuştur. Bu yatırımlar arasında %82’lik payı otoyollara sağlanan finansman almıştır.²⁷⁶

²⁷³ 13.09.1984 tarih ve 18514 sayılı resmî gazetede yayımlanan “Kamu Ortaklığı Fonu Yönetmeliğine” 4. Maddesinin (i) bendi; İşletme Hakkı: Bu maddenin (b) bendinde tarif edilen tesislerin, mülkiyet hakkı saklı kalmak kaydıyla, belirli bir bedel karşılığında belirli süre ve şartlar dâhilinde hakiki ve hükmi şahıslar tarafından işletilmesini ve varsa mamüllerinin pazarlama ve dağıtımını yapmasını ifade eder. ; BİST, “Gelir Ortaklığı Senetleri”, (Çevrimiçi), <https://www.borsaistanbul.com/tr/>, 12 Eylül 2021

²⁷⁴ Rıza Aşıkoğlu, “Türkiye’de 1980 Yılı Sonrası Tahvil Piyasası,” **Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Vol.6, No.1, 1998, s.227-242, s.236.

²⁷⁵ T. Metin Ayışık, “Kamu altyapı yatırımlarının sermaye piyasası aracılığıyla finansmanı”, SPK 7. Arama Konferansı, Ankara, 2006, s.2.

²⁷⁶ Halil Gülnar, “Yüksek Hızlı Tren Yatırımlarının Gelir Ortaklığı Senedi ile Finansmanı”, **Uzmanlık Tezi**, Kalkınma Bakanlığı, 2016, s.100.

GOS'larla altyapı yatırım projelerine kaynak temin edilmesinin amaçlandığı ve bu doğrultuda yatırımcılara enflasyon oranının üzerinde bir ödeme garantisi taahhüt edildiği tespit edilmiştir. Bir yandan enflasyonist ortamda kamunun ödeme garantisinin kamu bütçesine getirdiği ilave yük diğer yandan ise anapara ve sabit getiri garantisi sebebiyle faizsizlik ilkesi açısından GOS eleştirilere maruz kalmıştır.²⁷⁷ Nitekim her ne kadar faizsizlik ilkesine uyumlu olduğu söylene de yatırımcılarına ortaklık veya sahiplik hakkı tanımaması sebebiyle GOS uygulaması değişken faizli tahvilden öteye gidememiştir.

1.3.2.2. İstisna Finansman Modeli

İstisna finansman modeli, altyapı yatırımlarının doğası gereği ihtiyaç duyulan uzun vadeli yatırıma uygun faizsiz finansman modelleri arasındadır. Türkiye’de istisna finansman modeliyle altyapı yatırım projelerine finansman sağlanmaktadır. Türk Borçlar Kanunu’nda “istisna akdi” olarak geçen sözleşme 2011 yılında yapılan yeni düzenleme kapsamında “eser sözleşmesi” olarak ilgili kanunda güncellenmiştir. 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunun 470. Maddesinde “Eser sözleşmesi, yüklenicinin bir eser meydana getirmeyi, iş sahibinin de bunun karşılığında bir bedel ödemeyi üstlendiği sözleşmedir” şeklinde tanımlanmıştır.²⁷⁸ Dolayısıyla, istisna akdi ivazlı bir akitir. Özellikle inşaat ve proje yüklenimi amacıyla kullanılan bu akit; tarafları birbirine karşı sorumlu kılan yükümlülükler içermektedir. Öte yandan 25.01.2019 tarih ve 30666 sayılı Resmî Gazetede yayımlanan “Bankaların Kredi Kullanımlarına İlişkin Yönetmelik”in 19. maddesinde Katılım Bankalarının fon kullandırım yöntemleri arasında bir satım yöntemi olarak istisna akdi eser sözleşmesi şeklinde ifade edilmiştir.²⁷⁹ Bu doğrultuda katılım bankaları tarafından ileride açıklanacağı üzere

²⁷⁷ Asım Çelik, “Yatırım Fonları ve Türkiye’deki Uygulamaları,” **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Vol.9, s. 72-86, s. 82; Halil Tunalı, **Finansal Piyasalar ve Kurumlar**, İstanbul Üniversitesi Açık ve Uzaktan Eğitim Fakültesi, s.142

²⁷⁸ Resmî Gazete, “6098 Sayılı Türk Borçlar Kanunu”, (Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6098.pdf>, 15 Şubat 2021.

²⁷⁹ T.C. Cumhurbaşkanlığı Mevzuat Bilgi Sistemi, “Bankaların Kredi İşlemlerine İlişkin Yönetmelik”, (Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr/>, 01 Şubat 2021.

altyapı yatırımlarının finansmanı amacıyla (köprü, otoyol, hastane vb.) kullanıldığı görülmektedir.²⁸⁰ Genellikle katılım bankaları istisna finansman modeli dahilinde paralel istisna akdini de kullanarak talep edilen altyapı yatırım projesini uzman kuruluşa inşa ettirmektedir.

Örneğin ülkemizde faaliyet gösteren katılım bankalarından Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş., 1915 Çanakkale Köprüsü projesi için 300 mio EUR ve Ankara-Niğde Otoyolu projesi için ise 100 mio EUR olmak üzere her iki projeye istisna finansman modeli ile kaynak sağlamıştır.²⁸¹ YİD modeliyle Konya Şehir Hastanesi projesine İslam Kalkınma Bankası (İKB) tarafından istisna sözleşmesine dayalı olarak 67,5 mio EUR finansman sağlanmıştır.²⁸² Bu finansman İKB nezdinde Dünya'daki sağlık sektörüne yönelik YİD modeliyle finansman sağlanan ilk projedir. Öte yandan, İKB'nin ülkemizde doğrudan gerçekleştirdiği ilk özel sektör proje finansmanı olarak yerini almıştır. YİD kapsamında gerçekleştirilen mega projeler için proje maliyetinin büyüklüğü ve uzun vade gereksinimi nedeniyle birden fazla faizli ve/veya faizsiz finansal kuruma ihtiyaç duyulmaktadır. Pari-Passu ve Pro-Rata prensipleri çerçevesinde faizli ve/veya faizsiz tüm finansal kurumlar konsorsiyum içinde yerlerini almaktadır.

²⁸⁰ 1915 Çanakkale Köprüsü için sağlanan islamî finansmanı tutarı 300 mio EUR'dur. Projenin 200 mio EUR'luk kısmına finansman sağlanmış ve geri kalan 100 mio EUR'luk kısmı ise İslami Finansman katkısına ilave olarak İslam Kalkınma Bankası'na bağlı yatırım sigortası ve ihracat kredisi destek kuruluşu "ICIEC"nin sağladığı garanti ile İslami Finansmanın payı böylece 300 milyon euro seviyesine ulaştı.

²⁸¹ COMCEC, "Private Sector Perspective on Infrastructure Financing through İslamic Finance ", (Çevrimiçi), http://www.comcec.org/en/wp-content/uploads/2019/03/7-2-190321_PPP_Sunum-Kuveyt-Turk.pdf, 20 Mayıs 2021

²⁸² Worldbank, "Use of Istisna Finance in PPP Hospital Projects(İstisna for PPP Hospital)", (Çevrimiçi), <https://olc.worldbank.org/system/files/Webinar-3-İslamî-Finance-for-Social-Sector-Projects-2.pptx>, 21 Mayıs 2021; Anadolu Ajansı, "Konya Karatay Entegre Sağlık Kampüsü'nün Kredi Sözleşmesi İmzalandı", (Çevrimiçi), 21 Mayıs 2021

İKİNCİ BÖLÜM

SUKUK’UN TÜRKİYE’DE ALTYAPI YATIRIMLARI FİNANSMAN MODELİ OLARAK KULLANILABİRLİĞİ

2.1. Sukuk’un Türkiye’de Altyapı Yatırımlarında Finansman Modeli Olarak Kullanılması

Günümüzde anılan haliyle sukuk, varlığa dayalı menkul kıymetleştirilmiş ürünlerin Dünya’daki gelişimine müteakip bir sermaye piyasası ürünü olarak kullanılmaya başlanmıştır.²⁸³ Özellikle 1980’li yılların başından itibaren borçlanma aracı olarak sukuk ihraçları gerçekleştirilmiştir. Sermaye piyasalarında organize edilmiş ve tüm paydaşların yatırım yapabileceği haliyle ise 2000’li yılların başından itibaren tüm Dünya’da işlevsellik kazandığı görülmektedir. Ülkemizde toplam sukuk hacmi 2019 yıl sonu itibariyle 14 milyar USD büyüklüğe ulaşmıştır. Aynı yıl için GSYH’ye oranı ise %1,8 seviyesindedir.²⁸⁴ Buna ek olarak 2020 yılında Türk bankacılık sektörünün dünyadaki payı %2,6 iken global sukuk pazarındaki payı %8,7 olarak belirtilmektedir.²⁸⁵

Türkiye’de sukuk, “kira sertifikası” olarak mevzuatta yerini almıştır. Kira sertifikası mevcut konumu itibariyle genellikle kamu ve özel sektör tarafından borçlanma aracı olarak faizsiz finans alanında kullanılmaktadır. SPK’nın tebliği sonrasında, Türkiye’de ilk sukuk ihracını Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş. 2010 yılında 100 milyon USD tutarında gerçekleştirmiştir.²⁸⁶ Kuveyt Türk tarafından

²⁸³ Vink, Thibault, s.4.

²⁸⁴ Refinitiv, “İslamic Finance Development Report 2020”, (Çevrimiçi), <https://icd-ps.org/>, 14 Şubat 2021.

²⁸⁵ İslamic Financial Services Board, " İslamic Financial Services Industry Stability Report 2020 report", *Kuala Lumpur* (2017).

²⁸⁶ KuveytTürk Katılım Bankası, “Geçmişten bugüne Kuveyt Türk”, (Çevrimiçi), <https://www.kuveytturk.com.tr/>, 16 Şubat 2021

gerçekleştirilen ihraç, yönetim sözleşmesine dayalı (vakala) sukuk olarak yatırımcılara sunulmuştur.²⁸⁷ Bu noktadan hareketle Türkiye’de özel sektörün kamudan önce ilk sukuk ihracını hayata geçirdiği anlaşılmaktadır.

Ülkemizdeki on birinci kalkınma planında kamu finansmanında sukukun yaygınlaştırılması ve mevzuat açısından ihraçlardaki mevcut durumun daha da kolaylaştırılması amaçlanmaktadır. Ayrıca kamu altyapı yatırımlarında kira sertifikası finansman modelinin kullanılması yönünde irade beyan edilmiştir.²⁸⁸ Borsa İstanbul ise 2018 yılında sukuk piyasasındaki likiditeyi arttıracak “Taahhütlü İşlemler Pazarı”nı kurmuştur. Bu platform sayesinde ülkemizde organize sukuk piyasasının ikinci el alım-satım işlemleri yapılmaya başlanmış ve ayrıca faizsiz portföy yönetim şirketleri bu piyasa sayesinde ülkemizde faizsiz fon ürünleri geliştirmeye başlamıştır.²⁸⁹ Fon yatırımcıları, bu piyasa aracılığıyla sukuk piyasasının derinleşmesine katkı sağlamaktadır. Bununla birlikte, kamunun yoğun olarak finanse ettiği altyapı yatırımlarında alternatif finansman araçlarının kullanılması stratejik hedefler arasında yer almaktadır.²⁹⁰ Altyapı yatırımlarının finansmanına yönelik fonu, projeye dayalı menkul kıymet ihracını ve dolayısıyla sukuk ihraçlarının likiditesine katkı sunacak yeni bir düzenleme SPK tarafından 2021 yılında yayımlanmıştır.²⁹¹

2.1.1. Sukuk’un Altyapı Yatırımlarında Türkiye’deki Mevcut Durumu

Türkiye’de sukuk, 2010 yılında yayımlanan SPK tebliği ve sonrasında 2013 yılında yayımlanan “Kira Sertifikaları Tebliği” ile birlikte yasal çerçeve içine

²⁸⁷ IIFM, “IIFM Sukuk Report 2nd Edition”, (Çevrimiçi), <https://www.iifm.net/>, 12 Ağustos 2021.

²⁸⁸ T.C. Strateji ve Bütçe Başkanlığı, “On Birinci Kalkınma Planı (2019-2023)”, Ankara, 2019, s.44.

²⁸⁹ KT Portföy, “KLU Para Piyasası Katılım Fonu”, (Çevrimiçi), 10 Ağustos 2021

²⁹⁰ T.C. Strateji ve Bütçe Başkanlığı, s.46-98.

²⁹¹ T.C. Cumhurbaşkanlığı Mevzuat Bilgi Sistemi, “Projeye Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği (III-61/B.1), (Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr/>, 15 Ağustos 2021.

alınmıştır.²⁹² Tebliğler ise 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında düzenlenmiştir. Kira sertifikası, her türlü varlık ve hakkın finansmanını sağlamak amacıyla VKŞ tarafından ihraç edilen ve sertifika sahiplerine oluşacak gelirden payları oranında hak sahipliği sunan menkul kıymet olarak tanımlanmıştır. Güncel tebliğde aşağıda belirtilen beş ana sözleşmeye dayalı kira sertifikası ihraç edebileceği belirtilmiştir. Bunlar:

- Sahipliğe dayalı (icare),
- Yönetim sözleşmesine dayalı (vekalet),
- Alım satıma dayalı (murabaha),
- Ortaklığa dayalı (mudaraba, müşareke),
- Eser sözleşmesine dayalı (istisna)

Bu sözleşmelere ek olarak tebliğde açıkça belirtilmeyen sukuk ihraçları için ise ihraççı tarafından gerekli izahname kurula sunulduktan sonra SPK kurulunca farklı sukuk modellerinin onaylanabileceği açıklanmıştır. Sukuk ihraçları VKŞ tarafından halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin gerçekleştirilebilir. Bu bağlamda, halka arz edilecek sukuk ihraçları için Borsa İstanbul’a başvuru yapılması zorunludur. Ayrıca, kaynak kuruluşun yurtiçi ve yurt dışında sukuk ihraç talebi ise kurul iznine tabi olduğu belirtilmiştir.

Öte yandan kamu sukuk ihraçları için 4749 sayılı “Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun”a 7/A maddesinin 2012 yılında eklenmesi ile birlikte Hazine Müsteşarlığına sukuk ihraç imkânı sunulmuştur. İlgili kanuna istinaden kamu hazinesi borçlanma aracı olarak kira sertifikalarını da kullanmaya başlamıştır. 2012 yılında yürürlüğe giren 7/A maddesinde 2019 yılında yapılan kısmi değişiklikler ile varlıkların VKŞ’ye devri, vergilendirme ve mülkiyet

²⁹² T.C. Cumhurbaşkanlığı Mevzuat Bilgi Sistemi, “Kira Sertifikaları Tebliği (III-61.1)”, (Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr/>, 01 Mart 2021.

devri gibi konularda kolaylaştırıcı ve teşvik edici düzenlemeler getirilmiştir.²⁹³ Ayrıca, SPK kira sertifikası tebliğinde 4749 sayılı kanuna atıfta bulunulmuş ve tebliğin birinci maddesinde kamu tarafından gerçekleştirilecek sukuk ihraçları ve bu kapsamdaki VKŞ'ler kapsam dışında tutulmuştur.

Varlıkların ve hakların devrini, kiralanmasını, yönetimini ve satışını içeren haliyle sukuk, alım/satım başta olmak üzere birçok vergisel düzenlemeye ihtiyaç duyulmuştur. Bu doğrultuda, ülkemizde 2016 yılından kanunlaşan “Yatırım Ortamının İyileştirilmesi Amacıyla Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun” ile sukuk ihraç eden kuruluşu ve sonrasında sukuk yatırımcısını etkileyen bir dizi vergi istisnası tanımlanmıştır. Bunlar:

- Varlık ve hakların KK tarafından VKŞ'ye kira sertifikası ihracı amacıyla satışı ve bu satıştan doğacak kazançlar Kurumlar Vergisi'nden muaf tutulmuştur.
- VKŞ tarafından ihracı gerçekleştirilen kira sertifikalarının teslimi KDV'den istisna tutulmuştur.
- VKŞ tarafından devralınan varlıkların kiralanması ve sözleşme sonunda KK'ya geri satımı KDV'den istisna tutulmuştur.

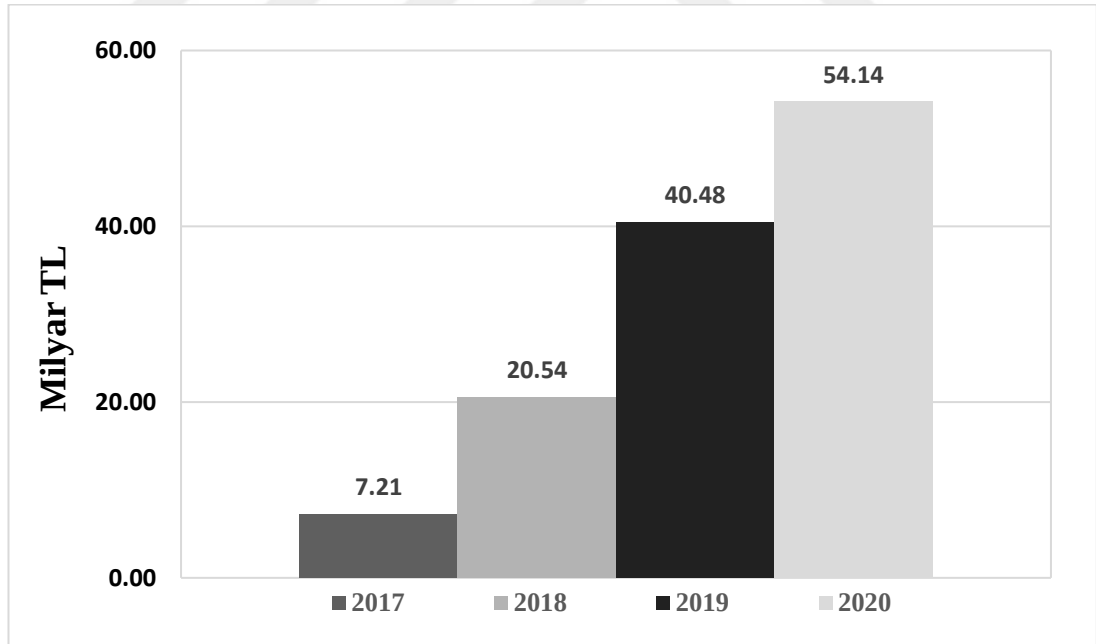
VKŞ tarafından ihraca dayanak gösterilen her türlü varlık ve hakkın; devri, alımı, satımı, kiralanması, vekaleten yönetimi, kira sertifikası ihracı amacıyla bir ortak girişime ortak olunması, iş sahibi sıfatıyla bir eser veya işin yaptırılması ve bu iş veya eserin kiralanması veya satılması ile bu işlemlere bağlı olarak yapılan her türlü teminat, ipotek ve benzeri işlemler ve garanti ve teminatlar için düzenlenen kâğıtlar Damga Vergisi'nden ve Harçlar Kanunu'ndaki yazılı harçlardan istisna tutulmuştur.

İlk sukuk ihracının bir katılım bankası tarafından gerçekleştirildiği ülkemizde katılım bankaları günümüz sukuk piyasasında aktif rol almaktadır. Kamu katılım bankalarının sektöre katılımıyla birlikte 2017 ve sonrasında sukuk ihraç hacminde hızlı bir artış trendi yaşanmıştır. Katılım Bankalarının 2010-2020 yılları arasındaki

²⁹³ T.C. Cumhurbaşkanlığı Mevzuat Bilgi Sistemi, (Çevrimiçi) “Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun” (Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuat>, 30 Mayıs 2021.

sukuk ihraçlarının toplam tutarı, 129 milyar 694 milyon TL, 4 milyar 145 milyon USD ve 1 milyar 960 milyon Malezya ringiti olarak gerçekleşmiştir. Kamunun ilk sukuk ihracı ise 2012 yılında yapılan kanun değişikliğinin akabinde aynı yıl içinde 1,5 milyar USD olarak yurt dışı piyasalarda ihraç edilmiştir. İhracın icare sukuk olarak gerçekleştirildiği görülmektedir. Hazine tarafından dolar bazında gerçekleşen ihraçların hedef kitlesi genellikle yabancı yatırımcılardır. Hazine'nin 2012-2020 yılları arasındaki TL cinsinden ihraçların tamamına ekler kısmında yer verilmiştir.²⁹⁴ Bu zamana kadar, TL cinsinde 74 milyar 52 milyon lira ve 120 bin 382 ton altın olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca, 2020 yılı içerisinde kamu tarafından 1 milyar 927 milyar dolar, 488 milyon 464 bin avro ihraç yapıldığı görülmektedir.²⁹⁵ Öte yandan dünyada global sukuk ihraçlarının %55'lik kısmı kamu tarafından gerçekleştirilirken TL sukuk ihraçlarında bu oranın 2020 yılı için %58 olduğu anlaşılmaktadır.²⁹⁶

Şekil 2.1 : Türkiye’de Yıllara Göre Katılım Bankaları’nın TL Sukuk İhraçları



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

²⁹⁴ Bkz. Ek-1: 2012-2020 Yılları Arasındaki Hazine Bakanlığı TL Kira Sertifikası İhracı Bilgileri

²⁹⁵ Bkz. Ek-2: 2020 Yılı Hazine Bakanlığı Döviz Cinsi Kira Sertifikası İhracı Bilgileri; Ek-3 2020 Yılı Hazine Bakanlığı Altına Dayalı Kira Sertifikası İhracı Bilgileri.

²⁹⁶ TKKB ve T.C. Hazine Bakanlığı verilerinden derlenmiştir.

Ülkemizde kamu sukuk ihraçlarının kamu finansmanına yönelik faizsiz borçlanma amacı taşıdığı anlaşılmaktadır. Bunun yanında altyapı yatırımlarının doğasında olan uzun vadeli finansman ihtiyacı karşısında gerçekleştirilen Türk lirası cinsinden kamu sukuk ihraçlarının ortalama vadesinin 2,76 yıl olduğu görülmektedir. Kısa vadeli ihraçların bir diğer nedeni ise ülkemizde emeklilik fonları, varlık fonu, sigorta şirketleri alanında yeterli derinlikte uzun vadeli yatırımcı kitlesinin oluşmamasıdır. Yatırımcı tabanının sığ olması uzun vadeli doğrudan yatırımların finansmanını da kısıtlamaktadır. Kamu finansmanı içerisinde belirli bir projeye finansman amacıyla sukuk ihracına rastlanmamıştır. Sonuç olarak, kamu borçlanmasındaki vade yapısı ile altyapı yatırımlarına proje bazlı doğrudan finansman sağlanmadığı daha da net anlaşılmaktadır.²⁹⁷

2.1.2. Türkiye’de Altyapı Yatırımlarında Uygulanan ve Uygulanabilecek Sukuk Finansman Modelleri

Türkiye’de kamu ve özel sektör olmak üzere kurumların gerçekleştirdiği sukuk ihraçlarının belirli bir proje veya proje varlıklarına endeksli olarak gerçekleştiği ihraçların oldukça sınırlı olduğu anlaşılmaktadır. Genellikle kamu sektörünün borç finansmanı, katılım bankalarının ise likidite yönetimi amacıyla sukuk finansman modelini kullandığı görülmektedir. Bugüne kadar yalnızca Aktif Bank’ın bağlı ortaklığı olarak Aktif Bank Sukuk Varlık Kiralama Şirketi tarafından 2013’te ihraç edilen sukuk proje finansmanı amacıyla kullanıldığı tespit edilebilmiştir. Bu bölümde icare, müşareke, mudarebe, istisna, murabaha ve hibrit sukuk modelleriyle gerçekleştirilmesi mümkün olduğu düşünülen altyapı projeleri incelenecektir.

²⁹⁷ TL cinsi 03.10.2012-09.12.2020 tarihleri arasında gerçekleşen sukuklar baz alınmıştır.

2.1.2.1. İcare Sukuk Finansman Modeli ile Gerçekleştirilmesi Mümkün Projeler

İcare sukuk, 2013 yılından yayımlanan SPK tebliğinde sahipliğe dayalı kira sertifikası olarak tanımlanmıştır. Bu modelde kaynak kuruluş, varlık ve hakları VKŞ'ye devreden sermaye şirketini veya tacir niteliğine haiz tüzel ve gerçek kişilerin malvarlıklarını birleştirmesi suretiyle yazılı bir sözleşmeye istinaden oluşturulan adi ortaklığı ifade etmektedir.²⁹⁸ İlgili tebliğin 5. maddesinde sahipliğe dayalı kira sertifikalarına ait özel hükümler belirlenmiştir. Kaynak kuruluştan devralınacak varlık veya hakların finansmanı amacıyla gerçekleştirilecek sukuk ihraç yöntemi olarak tanımlanmıştır. Bununla birlikte, devralınacak dayanak varlık veya hak sahipliğinin ise sözleşme ile devrinin gerçekleştirilmesi zorunlu kılınmıştır. İhraç tutarı ise değerlendirme raporunda tespit edilecek gerçeğe uygun değerin %90'ını aşamaz şeklinde sınırlandırılmıştır. İlgili maddede yer alan bazı şartlar ise şöyledir:

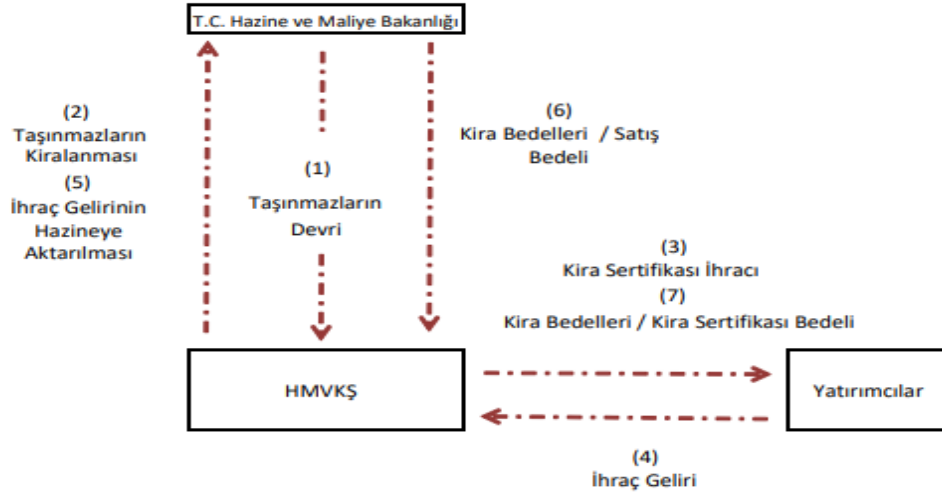
- a. İhraca dayanak varlığın gayrimenkul olması durumunda ve kaynak kuruluşun talep etmesi halinde geri alım hakkının tapu kütüğüne şerh edilmesi zorunludur.*
- b. Bu madde kapsamında yapılan ihraçlara konu varlık ve haklar üzerinde kira sertifikası sahiplerinin menfaatine aykırı olarak üçüncü kişiler lehine hiçbir ayni veya şahsi hak tesis edilmemiş olması ve varlık ile haklar üzerinde haciz veya tedbir bulunmaması zorunludur.*

4749 sayılı kanunun 7/A maddesindeki yapılan değişiklikle birlikte kamuya ait taşınmazların Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketi'ne (HMKVKŞ) satış yoluyla devri yapılabilmektedir. Bu doğrultuda, altyapı yatırımlarına konu olabilecek kamu varlıklarının yönelik icare sukuk ihraçlarının önünde bir engel kalmadığı görülmektedir.

²⁹⁸ T.C. Cumhurbaşkanlığı Mevzuat Bilgi Sistemi, (Çevrimiçi) "Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun" (Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuat>, 3 Mayıs 2021.

Şekil 2.2 : Hazine Bakanlığı İcare Sukuk İhracı

KİRA SERTİFİKASI İHRACI



Kaynak: T.C. Hazine Bakanlığı, “Avro ve ABD Doları Cinsi Sabit Kira Ödemeli Kira Sertifikası Yatırımcı Kılavuzu (Mayıs 2020)”, (Çevrimiçi), <https://ms.hmb.gov.tr/>, 16 Haziran 2021.

Dünya’daki icare sukuk ihraçlarının mevcut proje üzerine altyapı yatırımlarında (İng. brownfield) ağırlık kazandığı göz önünde bulundurulduğunda ülkemizde mevcut altyapı tesislerinin kapasite artış ihtiyacına binaen bunun icare sukuk ihracı yöntemiyle finanse edilebileceği düşünülmektedir. Proje aşamasında olduğu bildirilen Sabiha Gökçen Havalimanı ikinci pist yapım işi, Tavşantepe-Sabiha Gökçen Havalimanı Metro Hattı ve muhtelif rüzgâr enerjisi projeleri icare sukuk ihracıyla yapılması mümkün projeler olarak görülmektedir. Öte yandan ülkemizde projeye konu altyapı projesine ait duran varlıkların sahipliğinin yukarıda zikredilen satış işlemi sonucunda VKŞ aracılığıyla sertifika sahibi olan yatırımcılara gerçek mânada tahsis edilmesi için yürürlükte olan ilgili kanunlarda değişiklik yapılmasına ihtiyaç olduğu tespit edilmiştir.

2.1.2.2. Müşareke ve Mudarebe Sukuk Finansman Modeli ile Gerçekleştirilmesi Mümkün Projeler

Müşareke ve Mudarebe akdine dayalı olarak gerçekleştirilecek kira sertifikaları SPK tebliğinde ortaklığa dayalı sözleşmeler başlığı altında tanımlanmıştır. Bununla birlikte

çalışmamızın ilk bölümünde iki alt başlık halinde müşareke ve mudarebe sukuk finansman modellerine değinilmiştir.²⁹⁹ Kısaca, bu iki sözleşmenin temel farklarını belirtmemiz gerekirse; Müşareke (İng. joint venture) her iki tarafın iştirak ettiği sermaye ortaklığını ifade ederken, mudarebe bir tarafın emeğini (işgücü) diğer tarafın ise sermayesini koyduğu ortaklığı ifade etmektedir.

Mudarebe sözleşmesine dayalı sukuk ilgili tebliğde “VKŞ’nin ortak girişime ortak olmak amacıyla ihraç ettiği kira sertifikaları” olarak ifade edilmiştir. İlgili tebliğin 8. madde 2. fıkrasında müşareke sukuk münhasıran VKŞ’nin sermaye koyduğu ortak girişim olarak tanımlanmış ve yatırımcılar adına VKŞ’nin girişimcinin kötü niyeti haricinde oluşabilecek zarara koyduğu sermaye oranında sınırlı olarak katlanacağı belirtilmiştir. Aynı maddenin 3. fıkrasında ise VKŞ’nin nakdi sermaye ve diğer ortakların emeğini koyduğu ortaklık girişimi mudaraba sukuk olarak tanımlanmıştır. Girişimin zararlar sonuçlanması halinde ise ortakların koydukları sermaye oranında sınırlı zarara katlanacağı açık olarak ifade edilmiştir. Mudarebe sözleşmesinin doğası gereğı, yatırımcılar adına sermayenin sahibi VKŞ’dir.

Dünya’da altyapı yatırımlarında ilk defa 2012 yılında kullanılmaya başlanan müşareke sukuk modeliyle mevcut altyapı tesislerine, otoyollara yönelik ihraçlar gerçekleştirilmekle birlikte kamuya ait altyapı tesislerinin özelleştirmesinde de kullanıldığı dikkat çekmektedir. Yatırımcıların temsilcisi konumundaki VKŞ ve Kaynak Kuruluş arasında yapılan anlaşma sonucunda ortaklık girişimi kurulmaktadır. Kurulacak ortaklık girişiminde yatırımcılar ve ihracı gerçekleştiren VKŞ oluşacak kâr veya zarar üzerinde de sözleşmede belirlenen tutarda sorumluluk sahibidir. Öte yandan, ülkemizde YİD modelinde kullanılması halinde ise varlıkların kamu kurumu haricinde bir kuruma veya VKŞ’ye devredileyeceğine dair mevzuat sebebiyle bu modele başvurulması pek mümkün görünmemektedir. Dolayısıyla ilgili mevzuatta bu amaçla düzenlemelerin yapılması gerekli görölmektedir. Özel sektörün SPK tebliğı kapsamında müşareke sukuk ihracı gerçekleştirmesi ve bu model üzerinden altyapı projelerine finansman sağlanması önünde bir engel görünmemektedir.

²⁹⁹ Bkz. “Müşareke Sukuk Finansman Modeli” ve “Mudarebe Sukuk Finansman Modeli”

Özel sektör tarafından gerçekleştirilmiş ve proje finansmanına yönelik ülkemizde sayılı sukuk ihracı bulunmaktadır. Türkiye'nin ilk proje finansmanı amaçlı sukuk ihracı İstanbul Uluslararası Finans Merkezi projesi için Aktif Bank tarafından gerçekleştirilmiştir. 12.09.2014 tarihinde, yönetim sözleşmesine dayalı 1 yıl vadeli ve 100 mio TL nominal tutarla nitelikli yatırımcılara yönelik gerçekleştirilen sukuk ihracına üç kat talep gelmiştir. Bu kira sertifikası için uzun vadeli ulusal derecelendirme notu JCR Eurasia Rating tarafından “çok yüksek” düzeyde yatırım yapılabilir notunu ifade eden “AA- (Trk) olarak belirlenmiştir. Aktif Bank Sukuk Varlık Kiralama A.Ş.(VKŞ) ile Kaynak Kuruluş (İFM İstanbul Finans Merkezi İnşaat Taahhüt A.Ş.) arasında imzalanan mudarebe esaslı sözleşme kapsamında VKŞ'nin yatırımcılar adına sermayeyi temsil ederken, Kaynak Kuruluş projenin gerçekleştirilmesi adına uzmanlık ve tecrübesiyle emek tarafını temsil etmektedir. Projeyi VKŞ finanse ederken, yüklenici kaynak kuruluş olarak konumlandırılmıştır. Bununla birlikte, alt yüklenici olarak fonların aktarılacağı firma ise iş ortaklığı olarak aşağıda belirtilmiştir.

*“Akdeniz İnşaat tarafından kazanılan Proje ile ilgili tüm hak ve yükümlülüklerin %99 oranındaki hissesi Emlak Konut GYO'nun onayından sonra özel amaçlı proje şirketi niteliğindeki İFM İstanbul Finans Merkezi İnşaat ve Taahhüt A.Ş'ye (“Kaynak Kuruluş”) devredilmiştir. Bu devre müteakip Kaynak Kuruluş ile Akdeniz İnşaat arasında projenin gerçekleştirilmesini teminen İFM İnşaat-Akdeniz İnşaat İş Ortaklığı (“İş Ortaklığı”) kurulmuştur.”*³⁰⁰

Aktif Bank tarafından gerçekleşen proje finansmanında VKŞ'ye devredilen varlıklar üzerinde oluşacak gayrimenkullerin ön satışları neticesinde elde edilen hasılat kâr ve anapara şeklinde yatırımcılara ödenmiştir. İlk kupon ödemesi 6. Ay sonunda olmak üzere toplamda iki kupon ödemeli kira sertifikasının yatırımcılarına %12.32'lik bir getiri paylaşılmıştır.³⁰¹

³⁰⁰ Aktif Bank Sukuk Varlık Kiralama A.Ş., “2014 Yılı Faaliyet Raporu”, Çevrimiçi, <https://aktifvks.com.tr/>, 05 Nisan 2021

³⁰¹ Kamuoyu Aydınlatma Platformu (KAP), “Aktif Bank Sukuk Varlık Kiralama A.Ş.”, (Çevrimiçi). <https://www.kap.org.tr/Bildirim/466856>, 08 Şubat 2021; 14.09.2015 tarihli 2 yıllık devlet tahvil faizi: %11.36

2.1.2.3. İstisna Sukuk Finansman Modeli ile Gerçekleştirilmesi Mümkün Projeler

SPK tebliğinde eser sözleşmesi; “VKŞ’nin iş sahibi sıfatıyla taraf olduğu bir eser sözleşmesi kapsamında eserin meydana getirilmesini sağlamak amacıyla ihraç edilen kira sertifikalarıdır.” şeklinde tanımlanmıştır. İlgili tebliğin 9. maddesinde eser sözleşmesine ait özel hükümler belirlenmiştir. Ayrıca VKŞ’nin, akdedilecek sözleşmelerde kira sertifikası sahipleri adına işin sahibi sıfatıyla hareket edeceği belirlenmiştir. İstisna sukuk ihraç tutarı ise değerlendirme raporunda tespit edilecek gerçeğe uygun değer %90’ını aşamaz şeklinde sınırlandırılmıştır. İlgili tebliğde yer alan diğer üç madde ise şu şekildedir:

- a. Bu madde kapsamındaki ihraçlarda VKŞ kendi adına ve kira sertifikası sahipleri hesabına akdedilecek eser sözleşmesine iş sahibi sıfatıyla taraf olur. Eser sözleşmesine dayalı kira sertifikası ihracı kapsamında eser sözleşmesinin yanı sıra hizmet, kat veya arsa karşılığı inşaat ya da ortaklık gibi amaca uygun sair sözleşmeler düzenlenebilir.*
- b. VKŞ meydana getirilecek eseri önce kiralayarak veya kiralamaksızın doğrudan satış sözleşmesine konu edebilir. Kira sertifikasının vade bitimi tarihi itibarıyla satış bedelinin tamamının VKŞ tarafından tahsil edilmesi ve kira sertifikası sahiplerine ödeme yapılması zorunludur.*
- c. Eser bedelinin VKŞ tarafından peşin ödendiği durumlarda, eserin tam ve zamanında tamamlanmasını teminen yüklenici tarafından VKŞ lehine menkul ve gayrimenkul rehni veya benzer nitelikte teminat verilmesi zorunludur.*

SPK tebliği uyarınca, menkul kıymetleştirilmemiş veya halka arz edilmemiş altyapı projelerinin istisna sukuk ihracıyla gerçekleştirilmesi mümkün görülmektedir. Bununla birlikte ülkemizde istisna sukuk modeline uygun projeler gerçekleştirilmektedir. Bu doğrultuda YİD kapsamında ülkemizde gerçekleştirilen Konya Şehir Hastanesi, 1915 Çanakkale Köprüsü ve Ankara-Niğde Otoyolu projeleri örnek verilebilir.

2.1.2.4. Hibrit Sukuk Finansman Modeli ile Gerçekleştirilmesi Mümkün Projeler

Hibrit sukuklar birden fazla farklı islamî sözleşmenin bir araya getirilmesi ve menkul kıymetleştirilmesi sonucunda meydana gelmektedir. Ülkemizdeki sermaye piyasası ölçeğinde konuya bakıldığında, Kira Sertifikaları Tebliğinde hibrit (melez) sukuklara açıkça yer verilmediği anlaşılmaktadır. Bununla birlikte ilgili tebliğin 4. maddesinin 2. fıkrasında açıkça ifade edilmeyen kira sertifikaları için şu açıklama yapılmıştır:

“Bu maddede sayılmamakla birlikte Kurulun diğer düzenlemelerinin kapsamı içerisinde yer almayan ve niteliği itibarı ile kira sertifikası olduğu Kurulca kabul edilecek sermaye piyasası araçlarına ait izahname veya ihraç belgesinin onaylanmasına ilişkin başvurular bu Tebliğ hükümlerinin kıyasen uygulanması suretiyle sonuçlandırılır.”

Bu fıkradan anlaşılabacağı üzere SPK iznine tabi olarak hibrit sukukların ülkemizde ihraç edilmesinin önü açıktır. Ayrıca ülkemizde gerçekleştirilmesi mümkün sıfırdan yatırım (İng. greenfield) veya mevcut proje üzerine yatırım (İng. brownfield) altyapı projeleri için hibrit sukuk finansman modelinin kullanılması mümkündür.

Sabiha Gökçen Havalimanı, YİD modeliyle inşa edilmiş ve 2001 yılında faaliyete geçmiştir. 2007 yılında ise gerçekleştirilen ihale sonucunda 1 milyar 932 milyon EUR bedel karşılığında 20 yıllık işletme hakkı Limak İnşaat AŞ.- GMR Infrastructure LTD- Malaysia Airport Holding Berhad Ortak Girişim Grubu tarafından satın alınmıştır.³⁰² İlgili havalimanının ikinci pist yapım işi 1.3 milyar USD bedelle ihale edilmiştir. Bu veriler ışığında hibrit sukuk örneğimiz aşağıda yer almaktadır.

Projenin finansmanı kamu kurumu olan Savunma Sanayi Müsteşarlığı (SSM) tarafından karşılanacaktır. İlgili projenin SSM adına Hazine ve Maliye Bakanlığı (HMB) tarafından hibrit (istisna+icare) sukuk ihracı ile finanse edilmesi teknik olarak

³⁰² İstanbul Sabiha Gökçen, “İSG Hakkında”, (Çevrimiçi), <https://www.sabihagokcen.aero/>, 22 Eylül 2020

mümkün görünmektedir. Kamu otoritesi bu finansman modeliyle ilave finansman kaynağı olarak altyapı projesini kendisi finanse edebilecektir. Bu nedenle ilgili ihraç öncesinde SSM hibrit sukuk (istisna+icare) ihracı için varlıkların devrini HMB'ye gerçekleştirir. HMB (Kaynak Kuruluş), Sabiha Gökçen Proje A.Ş. (VKŞ), Sabiha Gökçen Pist Yapım A.Ş. (Alt Yüklenici) ve yatırımcıların yer aldığı finansman için aşağıdaki akış izlenmelidir:

1. Sukuk ihracına konu proje “Sabiha Gökçen Havalimanı İkinci Pist Yapım İşİ”dir. Proje arsası ve kira geliri bulunan mevcut havalimanı işletmesinin bir kısmı sukuk’a konu edilmektedir. Bununla birlikte mevcut havalimanı işletmesinin gelirlerinin varlık havuzuna dâhil edilmesiyle birlikte proje inşa süresi boyunca yatırımcılar kira geliri elde edebilecektir.
2. HMB tarafından kurulan Sabiha Gökçen Proje A.Ş. (VKŞ) aracılığıyla Sabiha Gökçen Havalimanı işletmesindeki ihraca konu varlıkların mutabık kalınan satış fiyatı üzerinden ihracının gerçekleştirilmesi,
3. İhraç sonucunda, VKŞ tarafından HMB'ye satış bedelinin ödenmesi,
4. HMB ve VKŞ arasında icare ve istisna sözleşmelerinin imzalanması,
5. Ana yüklenici olan HMB'nin Sabiha Gökçen Pist Yapım A.Ş.'yi paralel istisna sözleşmesiyle alt yüklenici olarak projenin inşaatını tamamlayacak kurum olarak ataması,
6. Kiracı olarak havalimanının işleticisi olan HMB'nin VKŞ'ye düzenli kira ödemesi gerçekleştirilmesi,
7. Kira sertifikası sahiplerine havalimanı gelirlerinin sertifikaları ölçüsünde ihraç aşamasında belirlenmiş geri ödeme planıyla ödenmesi.
8. VKŞ vade sonunda anlaşılan bedel üzerinden varlıkların satışını HMB'ye gerçekleştirir. Satış bedelini sertifika sahipleri adına tahsil eder ve sertifika sahiplerine anapara ve son kira ödemelerini gerçekleştirir.
9. HMB ise yapılan protokol çerçevesinde SSM'ye inşa edilen varlıkları devreder.

İhracın SSM için faydaları;

- İzahnamede belirtilen sukuk ihracının amacına binaen sukuk ihracından sağlanan finansman kaynağı ile ilave pist inşaatının gerçekleştirilmesi,
- İlave pist inşaatını gerçekleştirecek yüklenici firmaya ihraç gelirin hakkedişler halinde ödenmesi sayesinde ihraç gelirin faizsiz finans entrümanlarında (katılım hesabı, sukuk, faizsiz fon vb.) değerlendirilme imkânı,
- Uzun vadeli ve düşük maliyetli proje finansman imkânının kamu otoritesince sağlanmasıdır.

2.1.3. Sukuk Finansman Modellerinin Kamu ve Özel Sektör

Mevcut Uygulama Sorunları

Sukuk finansman modeli, altyapı yatırımlarının finansman ihtiyacı karşısında uzun vadeli kaynak temini, sabit veya değişken oran, sunduğu şeffaflık ile çeşitli çözümler sunmaktadır. Öte yandan ülkemizde sukuk piyasasının altyapı yatırımlarına yönelik derinleşmesi özelinde hukuki zeminin henüz tamamlanmadığı görülmektedir. Ülkemizin özellikle son dönemde KÖİ kapsamında gerçekleştirilen projelerin tamamı altyapı yatırımları üzerinedir. Kamu KÖİ çerçevesinde faizli ve/veya faizsiz finansal kuruluşlara sunduğu Hazine Geri Ödeme Garantisi (HGÖG) ile finansman sağlayıcılara kendi bilançolarında daha az karşılık ayırma imkânı sunmaktadır. Bununla birlikte özellikle bankacılık sektörünün altyapı projelerine iştahını arttıran bu durum sadece yurt dışından sağlanan krediler için geçerlidir. Güncel yasa, mevzuat ve tebliğlerde sukuk modelleri için yapılması gerekli birçok düzenleme mevcuttur. Bu tespitlerimiz aşağıda açıklanmıştır.

- Proje varlıkları üzerinde yatırımcılara gerçek mânâda mülkiyet hakkı sunamayan icare sukuk finansman modeli faizsizlik ilkeleri açısından tartışmalıdır. Özellikle kamuya yönelik altyapı projelerinde özel sektörün icare sukuk ihraçlarında, yurt dışında uygulanan intifa hakkı (İng. beneficial ownership) tapu sicil kaydı gerektirmeden tanımlanabilmesi için Türk Medeni Kanunu'nda kira sertifikaları özelinde değişiklik yapılması gerekmektedir. Medeni hukukumuz tek bir tarafın

mülkiyetini tanımaktadır. Onuncu Kalkınma Planı'nda kira sertifikaları için intifa hakkı özellikle vurgulanmıştır.³⁰³ Öte yandan, özel sektör tarafından gerçekleştirilecek projelerde ise tarafların anlaşması sonucu varlıkların satışı hukuki açıdan sorun teşkil etmediği açıktır.

- 4749 sayılı Kanunun 8/A maddesi KÖİ kapsamındaki projelerde borç üstlenim taahhüdü Hazine tarafından sadece yurt dışından sağlanacak finansmanlar için tamamen veya kısmen verilmektedir.³⁰⁴ Dolayısıyla KÖİ kapsamında özel sektörün yurtiçinde gerçekleştireceği ihraçlarının bu teşvikten yararlanamayacağı anlaşılmaktadır. Sonuç itibarıyla, yurtiçi sukuk ihraçlarının HGÖG dışında tutulacak olması yurtiçi yatırımcıların teveccühünü ve sukuk derecelendirme* notunu olumsuz etkileyecektir.
- Ülkemizde uygulanan ve uygulanabilecek sukuk türlerinin tamamını kapsayan yasal düzenleme ve vergi teşvikleri kamu otoritesi tarafından henüz tesis edilmemiştir. Özellikle ortaklığa dayalı, sürdürülebilir ve yeşil sukuk ihraçlarında yeterli düzeyde vergi istisnaları mevcut değildir.³⁰⁵
- Kamu ve özel sektörün sukuk ihraçlarını bir borçlanma aracı olarak likidite yönetimi amacıyla kısa vadeli sukuk ihraçlarında kullandığı anlaşılmaktadır.³⁰⁶ Ülkemizin stratejik alanlarına yönelik gerçekleştirilecek altyapı yatırımları için uzun vadeli kaynak temini noktasında sukuk finansman modelinin kamu tarafından önceliklendirilmesi veya teşvik edilmesi gerekmektedir.
- Ülkemizde yürürlükteki medeni hukuk sistemi ile faizsiz finansman modellerinin dayandığı islam hukuku ilkeleri arasında çeşitli farklar

* İng. Beneficial ownership

³⁰³ T.C. Strateji ve Bütçe Başkanlığı, "Onuncu Kalkınma Planı Öncelikli Dönüşüm Programları" (2014-2018)", Ankara, 2015, s.91.

³⁰⁴ T.C. Cumhurbaşkanlığı Mevzuat Bilgi Sistemi, (Çevrimiçi), "4749 Sayılı Kanun Kapsamında Dış Finansman Sağlanmasına İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik", (Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr/>, 05 Mart 2021

* İng. Rating

³⁰⁵ Mehmet Ela, "Yeşil Sukuk ve Türkiye'de Uygulanabilirliği," **Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Vol. 26 No.1, 2019, ss. 221-237, s.222.

³⁰⁶ Bkz. s.114.

bulunmaktadır. Bu noktada ülkemizin faizsiz finansın uygulama esaslarını içeren ayrı bir kanuna ihtiyacı olduğu anlaşılmaktadır.

2.1.4. Sukuk Finansman Modelini İlgilendiren Kuruluşlar ve Yatırım Ortamının Değerlendirilmesi

Banka Dışı Finansal Aracı Kuruluşlar (BDFAK) terim itibariyle; emeklilik şirketleri, sigorta şirketleri, varlık yönetim şirketleri, yatırım fonları, girişim fonları, ulusal varlık fonları, altyapı yatırım fonları, leasing vb. olmak üzere kısacası bankalar dışındaki birçok finansal kuruluşu içinde barındıran kuruluşları ifade etmektedir.³⁰⁷ İlgili kuruluşlar, finansman kaynaklarını ve yatırımcıları konsolide eden bir yapıda altyapı yatırımlarının finansmanına aracılık etmektedir. Dünyada BFDK altyapı yatırımları alanında kritik rol üstlenmektedir. Gelişmiş ülkelerle mukayese edildiğinde ülkemizde BFDK sektörünün altyapı yatırımlarına yönelik henüz yeterli düzeyde katkı sunmadığı anlaşılmaktadır.³⁰⁸ Sermaye piyasalarını tercih eden ve aynı zamanda kredi yoğun altyapı finansman yapısının alternatifini destekleyen bu kuruluşların gelişimi ülkemiz adına önem teşkil etmektedir.³⁰⁹ Gelişmekte olan ülkelerde altyapı yatırımlarına yatırım yapan başlıca kuruluşlar; ticari bankalar, sermaye piyasası yatırımcıları, yatırım fonları, ihracat kredi kuruluşları, kalkınma finansman kuruluşları, çok taraflı kalkınma bankaları, ulusal varlık fonları vb. sıralanmaktadır.³¹⁰

BDDK'nın BFDK tanımı faktöring, finansal kiralama ve finansman şirketlerini kapsamaktadır.³¹¹ İlgili şirketlerin 2020 yıl sonu aktif büyüklüğü 154

³⁰⁷ Marie-Renée Bakker, Alexandra Gröss, “Development of non-bank financial institutions and capital markets in European union accession countries,” **World Bank Publications**, No. 28, 2004, s.4.

³⁰⁸ T.C. Strateji ve Bütçe Başkanlığı, “On Birinci Kalkınma Planı (2019-2023)”, s.25.

³⁰⁹ World Bank Group, “Improving the Quality of Financial Intermediation in the Gulf Cooperation Council Countries,” **World Bank Working Papers**, No.8, Washington, DC, 2015, s.6.

³¹⁰ World Bank Group, “Investors in Infrastructure in Developing Countries”, (Çevrimiçi), <https://ppp.worldbank.org/public-private-partnership/financing/investors-developing-countries>, 03 Mayıs 2021.

³¹¹ BDDK, “Banka Dışı Mali Kuruluş Verileri”, (Çevrimiçi), <https://www.bddk.org.tr/Veri/Index/70>, 06.11.2020

milyar TL'ye ulaşmıştır.³¹² Türkiye'de toplam fon büyüklüğü 365 milyar TL'dir. Türkiye'de 49 adet portföy yönetim şirketinin yönettiği (*emeklilik fonları hariç*) toplam fon büyüklüğü yaklaşık 152 milyar TL'dir.³¹³ Ülkemizde 6,9 mio adet yatırımcının yer aldığı BES sisteminin fon büyüklüğü 2020 yıl sonu itibarıyla bir önceki seneye göre %34 büyüyerek 170,5 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Varlık türüne göre yatırım portföy dağılımında ise kira sertifikaları %6,35'lik pay almaktadır.³¹⁴

Küresel ölçekte emeklilik portföy yönetim şirketlerine ait varlıkların %10-15'lik kısmının altyapı yatırım projelerinden oluştuğu belirtilmektedir.³¹⁵ Bu yaklaşım ülkemizin yatırım fonu, bireysel emeklilik fonları ve diğer fonlara yakınsandığında ise yaklaşık 54,7 milyar TL'lik yatırım için kaynağın fonlar tarafından karşılanması mümkündür. Bu doğrultuda ülkemizde çeşitli düzenlemeler yapıldığı görülmektedir. Buna ek olarak, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı tarafından 15.12.2016 tarihinde yayımlanan ve 2017 yılından yürürlüğe giren “Bireysel Emeklilik Sistemi, Otomatik Katılım Uygulama Esasları” altında standart fon³¹⁶ için kira sertifikalarını ve TVF'yi ilgilendiren düzenleme içermektedir. İlgili uygulama esaslarına göre ülkemizdeki faiz içermeyen standart fon portföylerinin³¹⁷ dağılımına bakıldığında ağırlıklı en az %60-%70 düzeyinde kamu kira sertifikası, %15-25 düzeyinde hisse senedi içerdikleri dikkat çekmektedir. Dolayısıyla, kamu kira sertifikası ve hisse senedi haricinde altyapı yatırımlarının asgari %10'u altyapı yatırımlarında

³¹² FKB, “Bankacılık Dışı Finans Sektörünün 2020 Sonuçları”, (Çevrimiçi), <https://www.fkb.org.tr/>, 06.06.2021

<https://www.fkb.org.tr/kurumsal-iletisim/duyurular/finansal-kurumlar-birligi-bankacilik-disi-finans-sektorunun-2020-sonuclarini-acikladi/>

³¹³ SPK, “Aylık İstatistik Bültenleri, Aralık 2020”, (Çevrimiçi), <https://www.spk.gov.tr/>, 24 Mart 2021.

³¹⁴ Takas Bank, “Kurumsal Yatırımcı Portföy İstatistikleri”, (Çevrimiçi), <https://www.takasbank.com.tr/>, 02 Şubat 2021

³¹⁵ OECD, “Report On Pension Funds’ Long-Term Investments”, 2015, s.49.

³¹⁶ Standart Fon: Bir yılını dolduran ve herhangi bir fon tercihinde bulunmayan çalışanların birikimleri başlangıçtaki “faiz içeren” ve “faiz içermeyen” fon tercihlerine göre standart fonda yatırıma yönlendirilir.

³¹⁷ Katılım Emeklilik Katılım Standart Emeklilik Standart Yatırım Fonu ve Bereket Emeklilik ve Hayat A.Ş. Katılım Standart Emeklilik Yatırım Fonu incelenmiştir.

değerlendirilmektedir. Bununla birlikte Türkiye Varlık Fonu tarafından gerçekleştirilecek ihraç sonrası altyapı finansmanı için yoğunlaşma şartı aranmaksızın portföy şirketlerinin yatırım yapması mümkündür. Tebliğde belirtilen asgari %10 sınırı düşünüldüğünde %50 oranına kadar standart fon portföyünün yatırım yapmasının önü açıktır.

Türkiye’de hane halkı tasarruflarını gayrimenkul, altın, döviz olarak değerlendirirken tahvil ve bono alanında çok kısıtlı yatırım yaptığı görülmektedir. Yurtiçi hane halkının %73’ü tasarruf etmezken, yapılan tasarrufların ise %54’lük kısmı gayrimenkul yatırımlarına yönelmektedir.³¹⁸ Ülkemizde tabana yaygın olmayan yatırımcı profili altyapı yatırımları için gerekli ekosistemin henüz yeterli düzeyde olmadığı göstermektedir. Bu veriler doğrultusunda, tasarrufun ön planda olmadığı ekonomiler için altyapı yatırımlarının yurtiçi kaynaklar ile karşılanması yeterli olmamaktadır. Türkiye Varlık Fonu ise stratejik altyapı projelerinin gerçekleştirilmesi amacıyla kaynak temini için kritik rol üstlenecektir.

³¹⁸ TÜİK, “Hanehalkı Tüketim Harcaması, 2019”, (Çevrimiçi), <https://data.tuik.gov.tr/>, 03 Mart 2021.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ALTYAPI YATIRIMLARININ FİNANSMAN MODELLERİ İLE SUKUK FİNANSMAN MODELİNİN MUKAYESELİ ANALİZİ

Altyapı yatırım finansmanı açısından faizsiz finans modelleri faizli finansman modellerinden en temelde dört prensiple ayrılmaktadır. Faiz (riba), belirsizlik (garar), kumar (maysir) ve helal olmayan varlıklar içeren işlemlerde faizsiz finansman modellerinin kullanılması yasaklanmıştır.³¹⁹ Bu bölümün ilk kısmında kredi, tahvil, hibrit finansman modelleriyle varlık temelli ve varlığa dayalı sukuk finansman modellerinin mukayeseli analizi gerçekleştirilecektir. Bu doğrultuda ülkemizdeki mevcut durum ve veriler ışığında beş temel başlıkta mukayeseli analiz gerçekleştirilecektir. Mukayeseli analizin akabinde ise çalışmanın zenginleşmesi adına varlığa dayalı sukuk finansman modeli ve ülkemizde altyapı yatırımları için önerilen sukuk finansman modelini kapsayan derinlemesine mülakat tekniği kullanılacaktır. Son kısımda ise ülkemizde Türkiye Varlık Fonu (TVF) aracılığıyla gerçekleştirilmesi mümkün altyapı yatırımının sukuk finansman modeli önerisi detaylandırılacaktır.

3.1. Türkiye’de Altyapı Yatırımları Faizli Finansman Modelleri İle Sukuk Finansman Modelinin Mukayeseli Analizi

Ülkemizde altyapı yatırımlarının gerçekleştirilmesi amacıyla birçok faizli ve faizsiz finansman modeli kullanılmaktadır. Bu bölümde altyapı yatırımlarında en fazla tercih edilen faizli finansman modelleriyle sukuk finansman modeli mukayese edilecektir. Faizli modeller; krediler, tahviller ve hibrit finansman modelleri olarak üç ana başlık altında detaylandırılacaktır. Sukuk finansman modeli ise kendi içinde varlık temelli ve varlığa dayalı sukuk finansman modeli olarak faizli finansman modelleri

³¹⁹ Jasper Camacho, *Journal of Property Investment and Finance*, s.284.

karşısında mukayese edilecektir. Mukayeseli analiz ise borçlanan/ihraç eden, yatırımcı, muhasebe/vergi, hukuki ve islam iktisadi ilkeleri açısından olmak üzere beş temel başlık altında toplanmıştır.

Tablo 3.1: Türkiye’de Altyapı Yatırımlarının Finansman Modelleri ve Sukuk Finansman Modeli Mukayeseli Analizi

	Altyapı Finansman Modelleri				
	<i>Kredi</i>	<i>Tahvil</i>	<i>Hibrit</i>	<i>Sukuk (Varlık Temelli)</i>	<i>Sukuk (Varlığa Dayalı)</i>
Borçlanan / İhraç Eden	- Genellikle daha yüksek borçlanma maliyeti içerir.	- Genellikle kredilere kıyasla daha uygun borçlanma maliyeti içerir.	- Genellikle kredilere kıyasla daha uygun, tahvil ve sukuk ile benzer borçlanma maliyeti içerir. * <i>Özkaynak benzeri hibrit modelleri sukuk ve tahvile kıyasla daha maliyetlidir.</i>	- Genellikle kredilere kıyasla daha uygun, tahvil ile benzer borçlanma maliyeti içerir.	- Genellikle kredilere kıyasla daha uygun, tahvil ve hibrit ile benzer borçlanma maliyeti içerir. * <i>Özkaynak benzeri hibrit modeller, sukuka kıyasla daha maliyetlidir.</i>
	- Kaynağa ulaşılması en kolay finansman modelidir.	- Kaynağa ulaşılması kredilere nazaran zor, hibritle benzer, sukuka kıyasla daha kolaydır.	- Kaynağa ulaşılması kredilere nazaran zor, tahvil ve sukukla benzerdir.	- Kaynağa ulaşılması kredilere kıyasla zordur. Tahvil ve hibrit ile benzerdir.	- Kaynağa ulaşılması kredilere ve tahvile kıyasla zor, hibritle benzerdir. ³²⁰
	- Dayanak varlık gerektirmez.	-Dayanak varlık gerektirmez.	- Dayanak varlık gerektirmez	- Kısmi dayanak varlık gerektirir.	- Dayanak varlık gerektirir.

³²⁰ Menkul kıymetleştirme aşamasında SPK nezdindeki onay süreçleri, dayanak varlıkların belirlenmesi, tapu devri, tescili ve satışı vb. işlemler sukuk finansman modelinde ihraç eden açısından süreci zorlaştırmaktadır.

	- Proje vadesiyle uyumsuzluk riskini barındırmaktadır.	- Proje vadesiyle uyumsuzluk riski azdır.	-Proje vadesiyle uyumsuzluk riski azdır.	- Proje vadesiyle uyumsuzluk riski azdır.	- Proje vadesiyle uyumsuzluk riski yoktur.
Yatırımcı	- Anapara ve faiz ödemesi taahhüt edilmiştir. <i>*Proje ve özkaynak riski üstlenmez.</i>	- Anapara ve kupon ödemesi taahhüt edilmiştir. <i>* Proje ve özkaynak riski üstlenmez.</i>	- Bazı modellerde anapara ve kupon ödemesi taahhüt edilmiştir. <i>* Proje ve özkaynak riskini bazı modellerde üstlenir.</i>	-Anapara ve kupon ödemesi taahhüt edilmiştir. <i>* Proje riskini üstlenmez.</i>	- Oluşacak kâr/zarar üzerine paylaşım hakkı tanınmıştır. <i>* Proje ve özkaynak riski üstlenir.</i>
	- Genellikle teminatlıdır. İlave teminat (marjlı) talep edilebilir.	- Genellikle teminatsızdır.	- Genellikle teminatsızdır.	- Genellikle teminatsızdır.	- Kendinden teminatlıdır. Proje ve proje varlıkları üzerinde sahiplik hakkı sunulmaktadır.
	- Kamuya açık bilgi paylaşımı zorunlu değildir.	- Kamuya açık bilgi paylaşımı zorunludur. ³²¹	- Genellikle kamuya açık bilgi paylaşımı zorunludur. ³²²	- Kamuya açık bilgi paylaşımı zorunludur.	- Kamuya açık bilgi paylaşımı zorunludur.
	- Sadece faizli getiri amaçlayan yatırımcılar.	- Sadece faizli getiri amaçlayan yatırımcılar. <i>* Sabit getiri ve düşük risk amaçlayan yatırımcılar.</i>	- Sadece faizli getiri amaçlayan yatırımcılar. <i>Yüksek getiri ve yüksek risk amaçlayan yatırımcılar.</i>	- Tüm yatırımcılar. <i>* Faizsiz getiri amaçlayan yatırımcılar.</i>	- Tüm yatırımcılar. <i>* Faizsiz getiri amaçlayan yatırımcılar.</i>

³²¹ T.C. Cumhurbaşkanlığı Mevzuat Bilgi Sistemi, “Özel Durumlar Tebliği “II-15.1”, (Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr/>, 02 Nisan 2021

³²² T.C. Cumhurbaşkanlığı Mevzuat Bilgi Sistemi, “Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.4), Madde 33” (Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr/>, 02 Nisan 2021

Muhasebe/ Vergi	- Vergi ve muhasebe standartları gelişmiştir.	- Vergi ve muhasebe standartları gelişmiştir.	- Vergi ve muhasebe standartları gelişmektedir.	- Vergi ve muhasebe standartları gelişmektedir.	- Vergi ve muhasebe standartları gelişmektedir. ³²³
	- Kredi kullanımı ile birlikte vergi tahsil edilmektedir. (KKDF vb.)	- Tahvil ihraç eden ve tahvil yatırımcısı açısından vergi doğmaktadır. (Gelir Vergisi, Stopaj vb.)	- Hibrit ürünlerde ihraç eden ve yatırımcı açısından vergi doğmaktadır. (Bilançoda hibrit ürün türüne göre kredi veya sermaye tarafında görülmektedir. ³²⁴)	- Sukuk ihraç eden ve sukuk yatırımcısı için vergi doğmaktadır. (Stopaj, Gelir Vergisi vb.)	- Sukuk ihraç eden ve sukuk yatırımcısı için vergi doğmaktadır. (Gelir Vergisi, Stopaj vb.)
				- Genellikle varlık ve hakların satış işlemi yoktur.	- Gerçek bir satış işlemi sebebiyle hak veya varlık satış işlemi oluşmaktadır. Ülkemizde vergi doğmaz. ³²⁵
Hukuk	- Öncelikli alacaklıdır. Kamu otoritesine ait alacaklar sonrasında ilk sırada yer almaktadır.	- Birincil ve ikincil derece ödeme önceliğine sahip borçlanma aracı olarak ihraç edilebilir.	- İkincil derece ödeme önceliğine sahip borçlanma aracıdır. Özkaynak modellerine göre daha öncelikli borçlanma aracıdır.	- Dayanak varlıklara değil, Kaynak Kuruluşu rücu hakkı vardır. ³²⁶	- Mal, menfaat veya ortaklık esasına dayanan sözleşmelerle varlıklar üzerinde sahiplik hakkı tanıyan finansal sertifikalardır. Dayanak varlıklara rücu hakkı vardır.

³²³ Bahar Bilen, “Sukuk ve muhasebe uygulamaları,” **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Vol.8, No.15, 2016, s.249-279, s.277.

³²⁴ Oliver Müller Känel, “Mezzanine Finance. Swiss Private Equity & Corporate Finance Association”, 2004, s.1-2.

³²⁵ Kaynak Kuruluş ve VKŞ arasındaki hak ve varlık satışı sebebiyle oluşan vergiler için ülkemizde vergi istisnası tanımlanmıştır. Bkz. “Yatırım Ortamının İyileştirilmesi Amacıyla Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun”

³²⁶ Sutan E. Hidayat, “A comparative analysis between asset based and asset backed sukuk: which one is more shariah compliant,” **International SAMANM Journal of Finance and Accounting**, Vol.1, No.2, 2013, s.24-31, s.26.

	-Borçlu ve alacaklı ilişkisi doğmaktadır. <i>* Kredi geri çağırılma riski barındırır.</i>	-Borçlu ve alacaklı ilişkisi doğmaktadır.	- Borçlu/ Alacaklı veya her iki tarafı da sorumlu kılan modeller mevcuttur. <i>*Modele göre değişkenlik göstermektedir .</i>	- Varlıklar üzerinde sahiplik hakkı oluşmaması sebebiyle ipotek teminatlı borçlu alacaklı ilişkisi doğmaktadır. ³²⁷	- Her iki tarafa da projeye katılım oranında sorumluluk yükler.
	- Genellikle iki taraflı bir sözleşme mevcuttur.	- Genellikle iki taraflı bir sözleşme mevcuttur.	- Genellikle iki taraflı bir sözleşme mevcuttur.	- Genellikle üç taraflı bir sözleşme mevcuttur.	- Genellikle üç taraflı bir sözleşme mevcuttur.
	- Hukuki sözleşmeleri gelişmiştir.	- Hukuki sözleşmeleri gelişmiştir.	- Hukuki sözleşmeleri gelişmiştir.	- Hukuki sözleşmeleri gelişmektedir.	- Hukuki sözleşmeleri gelişmektedir.
İslam	- Faizli finansman modelidir.	- Faizli finansman modelidir.	- Faizli finansman modelidir. ³²⁸	- Faizli ve faizsiz modelleri mevcuttur.	- Faizsiz finansman modelidir.
İktisadi İlkeleri	-Altyapı finansmanına yönelik tüm projelerde kullanılabilir.	- Altyapı finansmanın a yönelik tüm projelerde kullanılabilir .	- Altyapı finansmanına yönelik tüm projelerde kullanılabilir.	- Sadece İslam hukukuna uygun projelerde kullanılabilir.	- Sadece İslam hukukuna uygun projelerde kullanılabilir.

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

3.1.1. Doğrudan Kredi Temini ile Gerçekleştirilen Altyapı Yatırım Finansman Modeli ve Sukuk Finansman Modeli

Günümüzde özel sektör tarafından gerçekleştirilen altyapı yatırımlarının %75’lik kısmı finansman modeli olarak kredileri tercih etmektedir.³²⁹ Başta proje

³²⁷ Bayındır, **Fıkhi ve İktisadi Açidan İslami Finans (Para ve Sermaye Piyasaları)**, s. 152-153.

³²⁸ Faizsiz Finans Standartları (AAOIFI), **Faizsiz Finans Standardı 12: Ortaklık ve Çağdaş Ortaklıklar**, s.355.

³²⁹ Türkiye Bankalar Birliği tarafından yayımlanan raporda yatırım ve mevduat bankaları olmak üzere 19 bankaya ait veri enerji ve altyapı yatırımları olarak farklı alt başlıklarda tanımlanmıştır. Çalışmamız

finansman kredileri olmak üzere kurumsal krediler de altyapı yatırımlarının finansmanında kullanılmaktadır. Uzun vadeli yatırımlar için sıklıkla kullanılan sermaye piyasası çatısı altında ele aldığımız kredi ve sukuk piyasası her ne kadar farklı modelleri ifade etse de olumlu ve olumsuz yönleriyle aşağıda karşılaştırılacaktır. Banka ve finansal kuruluşların sağladığı krediler karşısında sukuk finansman modeli bu bölümde mukayese edilecektir.

Borçlanan/İhraç Eden Açısından

- Krediler, finansman modeli olarak borçlanan açısından daha yüksek maliyet içeren finansman kaynağıdır. Sukuk değişken ve sabit maliyet içeren kredi finansman modeli karşısında genellikle daha uygun maliyet sunan finansman modelidir.³³⁰ Krediler istenildiğinde finansman sağlayan kuruluş tarafından tek taraflı olarak geri çağırılma riskini barındırırken, sukuk için bu durum söz konusu değildir.
- Finansman kaynağı açısından ulaşılması en kolay finansman modelidir. Sukuk ise ihraç eden açısından sermaye piyasası kanunlarına tabi sermaye piyasası ürünüdür.
- Kredi finansman modelinde menkul kıymetleştirme işlemi olmadığı için dayanak varlık söz konusu değildir. Sukuk ise dayanak varlıklar üzerinde menkul kıymetleştirme işlemine tabi tutulmaktadır.
- Krediler, projenin nakit akışıyla kredi geri ödeme vadesinin uyumsuzluk riskini barındırmaktadır. Bu uyumsuzluğu gidermek adına projenin bitişinden önce kredilerin refinansman yapılması halinde ise proje finansman maliyeti genellikle artmaktadır. Sukuk ise proje varlıklarına dayalı finansman imkânı ile projenin nakit akışına uygun finansman modelini sunmaktadır.

kapsamında, altyapı yatırımları tanımı içerisinde yer alan enerji sektörü sebebiyle konsolide edilmiştir. Bkz. Türkiye Bankalar Birliği, (Çevrimiçi), https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/istatistikraporlar/ekler/1485/Proje_Finansmani_Istatistikleri-Aralik_2020.pdf, Erişim:16.03.2021.

³³⁰ Fitchratings, “2020 Sukuk Volumes Resilient to Coronavirus Stress”,(Çevrimiçi), <https://www.fitchratings.com/>, 14 Eylül 2021.

Yatırımcı Açısından

- Altyapı yatırımlarındaki finansman modelleri arasında yatırımcı (Banka veya kredi sağlayan finansal kuruluşa) açısından en az riskli finansal modeldir. Yatırımcıya anapara ve faiz ödemesi taahhüt edilmiştir. Projedeki performans riskini ve özkaynak riskini üstlenmeyen kredi sözleşme yapısı karşısında sukuk özkaynak ve proje risklerini de üstlenmektedir. Sukuk, proje performansına bağlı getiri sunmaktadır.
- Kredi finansman modelinde yatırımcı ilave teminat (marjlı) talep edebilir. Sukuk ise ilgili dayanak varlıkların belirlenen değeri üzerinden ihraç olmaktadır.
- Kredi kullanan kuruluş borsaya kote olmadığı sürece yatırımcılara yönelik kamuya açık bir bilgi paylaşımı mevcut değildir. Sukuk ise sermaye piyasaların kamuoyunu düzenli olarak bilgilendirmek zorundadır.
- Krediler, faizli getiri amaçlayan yatırımcılar için uygun finansman modelidir. Sukuk ise faizsiz getiri amaçlayan yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir.

Muhasebe / Vergi Açısından

- Kredi finansman modelinin vergi ve muhasebe standartları gelişmiştir. Sukuk için vergi ve muhasebe standartları ise gelişmekte olan kategoride yer almaktadır. Ayrıca, kredi kullanan kuruluş faiz ödemelerini gelir tablosunda FAVÖK sonrası gider olarak yansıtmaktadır. Ülkemizde bu hususu sınırlayan düzenlemeler yapılmıştır.³³¹
- Ülkemizde kredi finansman modeli tercih edildiğinde doğrudan vergi tahsilatı yapılmaktadır. Bu vergiler, kredi türüne ve teşvik sistemine göre değişkenlik göstermektedir.

³³¹ Ülkemizde 04.02.2021 tarihindeki bir düzenleme ile bu kredilerin özkaynağı aşan kısmı için kısıtlama getirilmiştir. Bu düzenlemeyle birlikte; kredi kullanan firmaların özkaynakları güçlendirmesinin amaçlandığı belirtilmiştir. Bkz. Resmî Gazete, “Cumhurbaşkanı Kararı, Karar Sayısı: 3490”, (Çevrimiçi), <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2021/02/20210204-11.pdf>, 04 Haziran.2021

Hukuki Açıdan

- Krediyi sağlayan banka veya finansal kuruluş (yatırımcı) kamu alacaklarından sonra birincil derecede alacaklı konumundadır. Sukuk ise, mal, menfaat veya ortaklık esasına dayanan sözleşmelerle varlıklar üzerinden sahiplik hakkı tanıyan sertifikalardır. Sukuk finansman modelinde oluşacak kredi riski, iflas riski vb. riskler karşısında yatırımcılar birincil alacaklı konumundadır.
- Hukuki açıdan borçlu ve alacaklı ilişkisi doğmaktadır. Sukuk ise, taraflara projeye katılım oranında sorumluluk yüklemektedir.
- Krediler genellikle iki taraflı sözleşmelerdir. Sukuk ise yapısı gereği üç tarafı ilgilendiren hukuki sözleşmeler içermektedir.
- Kredi finansman modelinin hukuki sözleşmeleri gelişmiştir. Sukuk ise hukuki sözleşmeleri gelişen sermaye piyasası aracıdır.

İslam İktisadı İlkeleri Açısından

- Altyapı finansmanına yönelik krediler faizli kredi kapsamındadır. Krediler, faizli borç sözleşmesi karşılığında nakit akışına veya harici teminatlara dayalı finansman sağlamaktadır. Sukuk ise mal, menfaat veya ortaklık esasına dayanan sözleşmelerle varlıklar üzerinde sahiplik hakkı tanıyan finansal sertifikalardır.
- Kredi finansman modeliyle islam iktisadı prensiplerine bağlı kalınmaksızın tüm altyapı projelerine finansman sağlanmaktadır. Sukuk finansman modeli sadece islam iktisadı prensiplerinin izin verdiği alanlarda kullanılmaktadır.

3.1.2. Tahvil İhracıyla Gerçekleştirilen Altyapı Yatırımları ve Sukuk Finansman Modeli

Tahvil ve Sukuk, menkul kıymetleştirme esasına dayalı olarak sermaye piyasalarında kullanılan iki farklı finansman modelidir. Tahvil, faiz getirisine ve borca dayalı bir finansman modeli olarak sermaye piyasalarında yerini almıştır. Bir diğer

ifadeyle; finansman ihtiyacı olan kurumlar ile borç vermek isteyen kişi veya kurumları bir araya getiren sermaye piyasası ürünüdür. Devlet tahvili, yerel yönetim tahvili, özel sektör tahvili ve yeşil tahvil finansman modeli olarak altyapı yatırımlarında kullanılmaktadır. Ortak özellikleri ise borcu temsil eden kıymetli evrak olmalarıdır. Bunun karşısında sukuk ise altyapı projesi üzerinde varlığa dayalı ve sahiplik hakkı tanıyan faizsiz sermaye piyasası ürünüdür. Ayrıca, altyapı projelerinin ihtiyaçlarına cevap verebilecek şekilde bir veya birden fazla islamî sözleşmeye (mal, menfaat, ortaklığa) dayalı olarak tasarlanması mümkün finansman modelidir. Bu bölümde tahvil ve sukuk finansman modellerinin benzerlikleri ve farklılıkları detaylandırılacaktır.

Borçlanan/İhraç Eden Açısından

- Genellikle tahvil ile sukuk finansman modelleri benzer maliyetle kaynak temin imkânı sunmaktadır.
- Finansman kaynağına ulaşılması kredilere nazaran tahvil ve sukuk için daha zordur. Tahvil ise ihraç eden açısından operasyonel açıdan sukuktan daha kolay bir süreçte sahiptir. (Örn: Menkul kıymetleştirme ve SPK onay süreci vb.)
- Tahvil ihracı dayanak varlık gerektirmezken sukuk işlemleri için dayanak varlık gerekmektedir. Tahvil ihraç eden açısından dayanak varlık temini zorunlu olmadığı için sukuka göre ihraç süreci daha kolaydır.
- Altyapı projesinin vadesiyle uyumlu ihraç gerçekleştirilmesi tahvil ve sukuk finansman modelinde mümkündür.

Yatırımcı Açısından

- Tahvil ihraç eden kuruluş tarafından yatırımcılara proje riskinden bağımsız olarak anapara ve faiz ödemesi taahhüt edilmiştir. Yatırımcı proje riskini üstlenmediği için özkaynak riski de yoktur. Sukuk ise proje performansına bağlı olarak yatırımcılara oluşacak kâr/zarar üzerine paylaşım hakkı sunmaktadır. Sukuk ise proje riskini üstlenen yatırımcı için özkaynak riskini barındırmaktadır.

- Tahviller genellikle teminatsız borç senetleridir. Sukuk ise kendinden teminatlı sahiplik hakkı tanıyan sertifikalardır.
- Tahvil ve sukuk ihraççısı önemli bilgileri kamuoyu ile paylaşmak zorundadır.
- Faizli olarak sabit getiri ve düşük risk hedefleyen yatırımcı kitlesine hitap etmektedir. Sukuk ise faizsiz sabit getir ve düşük risk hedefleyen yatırımcı kitlesine hitap etmektedir.

Muhasebe / Vergi Açısından

- Tahvil finansman modelinin vergi ve muhasebe standartları gelişmiştir. Sukuk için vergi ve muhasebe standartları ise gelişmekte olan kategoride yer almaktadır.
- Tahvil finansman modelinde hem yatırımcı hem de ihraç eden açısından çeşitli vergiler doğmaktadır. Örnek olarak; gelir vergisi, stopaj vb.

Hukuki Açısından

- Tahvil, birincil ve ikincil derece ödeme önceliğine sahip borçlanma aracı olarak ihraç edilebilmektedir.³³² Sukuk ise, mal, menfaat veya ortaklık esasına dayanan sözleşmelerle varlıklar üzerinden sahiplik hakkı tanıyan sertifikalardır. Sukuk finansman modelinde oluşacak kredi riski, iflas riski vb. riskler karşısında yatırımcılar birincil alacaklı konumundadır. Öte yandan, varlık temelli sukuk ihraçlarında ise varlığa değil kaynak kuruluşu rücu edilmesine imkân tanır.³³³
- Tahvil, hukuki açıdan borçlu ve alacaklı ilişkisi doğurmaktadır. Sukuk ise, taraflara projeye katılım oranında sorumluluk yüklemektedir.

³³² Borçlanma araçları, yatırımcı açısından birincil derecede ödeme yükümlülüğü (*İng. Senior Debt*) ile ikincil derecede ödeme yükümlülüğüne sahip borçlanma aracı (*İng. Subordinated Debt*) olarak tasnif edilmiştir. Temerrüt, performans vb. riskler oluşması halinde birincil derecede yükümlülüğü olan ürünlerin sahibi yatırımcılar birincil derecede alacaklı konumundadır. İkincil derecede ödeme yükümlülüğüne sahip ürünler ise yatırımcı açısından daha risklidir.

³³³ Murat Kasımoğlu, Feyzullah Yetgin, Recep A. Küçükçolak, “Kira Sertifikaları, Türkiye Tecrübesi ve Bir Vaka Çalışması,” *İstanbul İktisat Dergisi*, Vol.68, No.1, 2018, s.1-44, s.20.

- Tahvil sözleşme yapısı incelendiğinde genellikle iki taraflı sözleşme mevcuttur. Sukuk ise yapısı gereği üç tarafı ilgilendiren hukuki sözleşmeler içermektedir.
- Tahvil, uzun bir geçmişe sahip sermaye piyasası ürünüdür. Bu sebeple, hukuki sözleşmeleri gelişmiştir. Sukuk ise hukuki sözleşmeleri gelişen sermaye piyasası aracıdır.

İslam İktisadı İlkeleri Açısından

- Altyapı finansmanına yönelik tahvil faizli finansman modelidir. Faizli borç sözleşmesi karşılığında nakit akışına veya harici teminatlara dayalı finansman sağlamaktadır. Sukuk ise mal, menfaat veya ortaklık esasına dayanan sözleşmelerle varlıklar üzerinde sahiplik hakkı tanıyan faizsiz finansal sertifikalardır.
- Tahvil finansman modeliyle islam iktisadı prensiplerine bağlı kalınmaksızın tüm altyapı projelerinde kullanılmaktadır. Sukuk finansman modeli ise sadece islam iktisadı prensiplerinin izin verdiği alanlarda kullanılmaktadır.

3.1.3. Hibrit Gerçekleştirilen Altyapı Yatırım Finansman Modelleri ve Sukuk Finansman Modeli

Hibrit finansman yöntemleri, bir diğer ifadeyle mezzanine finansman modelleri temel özellikleri itibariyle, borç veya özkaynak olarak net çizgilerle belirlenmemiş finansman şeklidir. Şirketlerin geri ödeme yükümlülükleri arasında birincil derecede yer alan krediler (*İng. Senior Debt*) ile son sırada yer alan özkaynak finansman modelleri arasında konumlanmıştır. Bu bölümde, hibrit finansman modelleri altında yer alan sermaye benzeri tahvil, hisse senedine dönüştürülebilir tahvil, varanlı borçlanma araçları ve imtiyazlı paylar karşısında sukuk mukayeseli analiz edilecektir.

Borçlanan/İhraç Eden Açısından

- Hibrit finansman modelleri, özkaynak benzeri modellere yaklaştığında sukuktan daha fazla maliyet sunmaktadır. Genellikle, özkaynak benzeri modellerden uzaklaştıkça tahvil ve sukuk ile benzer maliyet sunmaktadır.³³⁴
- Hibrit finansman modelleri, sukuk ile kıyaslandığında ise kaynak temin süreçleri tahvil ve sukukla benzerdir. Altyapı yatırımlarına doğrudan özkaynak girişi oluşturacak hibrit ürünlere ulaşılması ise daha zordur.
- Hibrit finansman modelleri için dayanak varlık söz konusu değildir. Hibrit finansman modellerinde dayanak varlık temini zorunlu olmadığı için sukuka göre ihraç süreci daha kolaydır.
- Hibrit ürünlerin proje vadesiyle uyumsuzluk riski azdır. İhraç eden ve yatırımcı talepleri örtüştüğü sürece genellikle altyapı projesine uygun finansman modeli oluşturulmaktadır. Borçlanan açısından hisse senedine dönüştürülebilir tahvil vb. ürünler bu esnekliği daha da arttırmaktadır. Sukuk ise proje dayalı finansman imkânı ile projenin nakit akışına uygun finansman modelini sunmaktadır.

Yatırımcı Açısından

- Hibrit finansman modellerindeki bazı modellerde anapara ve kupon ödemesi taahhüt edilmiştir. Özkaynak benzeri hibrit finansman modelleri proje ve özkaynak riskini üstlenmektedir.³³⁵ Özkaynak benzeri modeller sukuk finansman modeliyle benzeşmektedir.
- Hibrit finansman modelleri teminatsız borçlanma aracıdır. Sukuk ise kendinden teminatlı sahiplik hakkı tanıyan sertifikalardır.
- Genellikle kamuya açık bilgi paylaşımı zorunludur. Öte yandan, sukuk ihraç eden kuruluş önemli bilgileri kamuoyu ile paylaşmak zorundadır.

³³⁴ İmtiyazlı hisse senedi, sukuk ve tahvil ihracından daha yüksek borçlanma maliyeti içerir.

³³⁵ İmtiyazlı paylar, girişim sermayesi fonlarında performans önem arz etmektedir.

- Faizli olarak yüksek getiri ve yüksek risk hedefleyen yatırımcı kitlesine hitap etmektedir. Sukuk ise faizsiz sabit getir ve düşük risk hedefleyen yatırımcı kitlesine hitap etmektedir.

Muhasebe / Vergi Açısından

- Ülkemizde vergi ve muhasebe standartları hibrit ve sukuk finansman modelleri gelişmekte olan borçlanma araçları kategorisindedir.
- Hibrit ve sukuk finansman modellerinde hem ihraç eden hem de yatırımcı açısından çeşitli vergiler doğmaktadır. Ülkemizde, hibrit ürünler türüne göre kredi veya özkaynaklar altında değerlendirilmektedir. Vergiler de karma yapıları sebebiyle değişkenlik göstermektedir.

Hukuki Açidan

- İkincil derece ödeme önceliğine sahip borçlanma aracıdır. Özkaynak modellerine göre ise daha öncelikli ödeme sıralamasına sahip borçlanma aracıdır. Sukuk ise, mal, menfaat veya ortaklık esasına dayanan sözleşmelerle varlıklar üzerinden sahiplik hakkı tanıyan sertifikalardır. Sukuk finansman modelinde oluşacak kredi riski, iflas riski vb. riskler karşısında yatırımcılar birincil alacaklı konumundadır.
- Krediler ve özkaynak arasında konumlanması sebebiyle türüne göre değişkenlik göstermektedir. Borçlu/alacaklı ilişkisini veya her iki tarafı da sorumlu kılan modeller bulunmaktadır. Sukuk ise, taraflara projeye katılım oranında sorumluluk yüklemektedir.
- Genellikle iki taraflı sözleşme yapısı mevcuttur. Sukuk ise yapısı gereği üç tarafı ilgilendiren hukuki sözleşmeler içermektedir.
- Hibrit ve sukuk finansman modellerinin hukuki sözleşmeleri gelişen sermaye piyasası araçlarıdır.

İslam İktisadı İlkeleri Açısından

- Altyapı yatırımlarında kullanılan hibrit ürünler faizli finansman modelleridir. Sukuk ise mal, menfaat veya ortaklık esasına dayanan sözleşmelerle varlıklar üzerinde sahiplik hakkı tanıyan faizsiz finansal sertifikalardır.
- İslam iktisadı prensiplerine bağlı kalmaksızın tüm altyapı projelerine hibrit finansman modeli kullanılabilir. Sukuk finansman modeli ise sadece islam iktisadı prensiplerinin izin verdiği alanlarda kullanılmaktadır.

3.1.4. Türkiye’de Altyapı Yatırımlarının Mevcut Faizli Finansman Modelleri ile Sukuk Finansman Modelinin Mukayeseli Analiz Değerlendirmesi

Ülkemizde uygulanan haliyle sukuk finansman modelinin borçlanan/ihraç eden, yatırımcı, hukuk, vergi/muhasebe ve islam iktisadı ilkeleri başlığı altında gerçekleştirilen mukayeseli analiz sonucunda varlığa dayalı sukuk finansman modelinin kendine özgü, gelişmesi gereken ve ilgili finansman modellerine nazaran öne çıkan özellikleri tespit edilmiştir.

Borçlanan/ihraç eden açısından ülkemizde sukuk finansman modelinin tahvil ile benzer lâkin kredi ürününe nazaran daha az maliyetli olduğu anlaşılmıştır. Özel sektör ihraç sürecindeki onay sürecinin tahvil ile kıyaslandığında daha uzun olduğu Borçlanma Araçları ve Kira Sertifikası Tebliği incelendiğinde anlaşılmaktadır. Bununla birlikte, ülkemizdeki yürürlükte olan yasalar ve mevzuat kapsamında mukayese edildiğinde sukuk finansman modelinin daha az gelişmiş olduğu, tahvil ve kredi finansman modellerine kıyasla gelişmekte olan finansman modelleri arasında yer aldığı tespit edilmiştir. İhraç edenin dayanak varlık sunması sebebiyle ise tahvil ve kredi finansman modellerinden ayrılmaktadır.

Projedeki performans riskini ve özkaynak riskini üstlenmeyen kredi sözleşme yapısı karşısında sukuk yatırımcısı özkaynak ve proje risklerini de üstlenmektedir. Bununla birlikte, borçlanan/ihraç eden ve projeye ait bilgiler tahvil ile benzer şekilde

kamuoyuna açıklanmak zorundadır. Faizli ve faizsiz alanlara yatırım yapan tüm yatırımcılar ilgili ihraca ait izahnamede belirlenen çerçevede sukuk'a yatırım yapabilir. Bununla birlikte sukuk'un vergi/muhasebe standartlarının da gelişmekte olduğu görülmüştür. Hukuki düzenlemeler açısından gelişmiş kategoride yer alan kredi ve tahvil finansman modellerine nazaran ülkemizde gelişmekte olan finansman modelleri arasında yer aldığı anlaşılmaktadır.

Altyapı yatırımlarına yönelik tahvillerin kredilere nazaran sunduğu daha uzun vade, kamuoyu ile düzenli bilgi paylaşımı ve kredi sözleşmesine nazaran daha esnek sözleşme yapısı sunmaktadır. Tahvil finansman modeliyle buraya kadar benzer olan sukuk finansman modeli ise sunduğu sahiplik hakkı ve sadece İslamî prensiplere uygun alanlara yatırım imkânı ile tahvilden ayrılmaktadır. Ayrıca sukuk finansman modeli hem yatırımcıya hem de ihraç edene altyapı projesi üzerinde çeşitli sorumlulukların ve risklerin paylaşımını esas kılmaktadır.

3.1.5. Türkiye’de Altyapı Yatırımları’nın Sukuk Finansman Modeli ile Gerçekleştirilmesi Üzerine Derinlemesine Mülakatlar

Çalışmalarımız boyunca konuyu tüm yönleriyle keşfetmek ve öneri oluşturmak amacıyla hem nitel hem de nicel yöntemlere başvurulmuştur. Bu bölümde ise mukayeseli analiz çalışmamız neticesinde önerilen varlığa dayalı sukuk finansman modelinin ülkemizdeki altyapı yatırımlarının finansmanında kamu otoritesi tarafından nasıl hayata geçirilebileceği araştırılmış ve bu doğrultuda Türkiye Varlık Fonu aracılığıyla varlığa dayalı sukuk finansman modeli önerisi oluşturulmaya çalışılmıştır. Olguya ait mevcut durumu, görüşleri, karşılaştırmalı analizleri ve çözüm önerilerini ortaya koymak ve doğrudan okuyucuya aktarmak amacıyla betimleyici çalışma yöntemi kullanılmıştır.³³⁶ Burada amaç konuya ait hipotezlerin test edilmesi, karşılaştırmaların yapılması ve olguya ait sorulara cevap bulunmasıdır.³³⁷

³³⁶ Nadir Suğur vd. **Sosyolojide Araştırma Yöntem ve Teknikleri**, Ed. Nadir Suğur, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2009, s. 119.

³³⁷ Nan Lin, **Foundations of Social Research**, New York, Mcgraw Hill, 1976, s.142.

Veri toplama yöntemi olarak derinlemesine mülakat tekniğine başvurulmuştur. Derinlemesine mülakat tekniği az sayıda katılımcıyla konunun tüm boyutlarıyla ele alınmasına ve açık uçlu sorularla detaylara ulaşılmasına imkân sağlayan veri toplama yöntemidir.³³⁸ Bu doğrultuda çalışmamız kapsamında gerçekleştirilen derinlemesine mülakatlarda varlığa dayalı sukuk finansman modelinin diğer finansman modelleriyle karşılaştırılması, kamu tarafından altyapı yatırımlarında nasıl uygulanabileceği ve TVF aracılığıyla kamu altyapı yatırımlarına yönelik ihracı üzerine karşılaşılan mevcut problemlerin ve/veya çözüm önerilerinin farklı yönlerine ulaşılmaya çalışılmıştır. Derinlemesine mülakat çeşitleri arasında ise çalışmamıza daha uygun olacağını düşündüğümüz yarı yapılandırılmış mülakat tekniği kullanılmıştır. Bu yöntemin katılımcıların görüşlerini ön planda tutması ve daha esnek bir yapıya sahip olmasının yanında katılımcıların yanıt oranı yüksekliği, anlık tepkileri ölçebilme ve başka türlü elde edilmesi mümkün olmayan bilgilerin birincil kaynaktan temini şeklinde avantajları bulunmaktadır.³³⁹

İlgili mülakatlar öncesinde çalışma hakkındaki detaylar sözlü ve/veya yazılı olarak katılımcılara aktarılmış ve mülakatların amacı, önemi ve çalışmaya sunacağı katkı detaylı olarak paylaşılmıştır. Mülakatların yeri ve zamanı ise katılımcılardan en iyi verimin alınması adına katılımcıların en uygun olduğu yer ve zaman dikkate alınarak belirlenmiştir. Bu noktada mevcut pandemi koşulları sebebiyle görüşmeler katılımcıların talebi doğrultusunda online olarak gerçekleştirilmiştir. Görüşmelerin tamamında ise katılımcılardan alınan izin doğrultusunda hareket edilmiş bazı görüşmeler kayıt altına alınırken bazılarında ise sadece detaylı notlar alınmıştır.

³³⁸ Suğur, a.g.e., s. 87.

³³⁹ Hasan Hüseyin Tekin, Hasan Tekin, “Nitel Araştırma Yönteminin Bir Veri Toplama Tekniği Olarak Derinlemesine Görüşme,” *İstanbul University Journal of Sociology*, Vol. 3, No:13, 2006, ss. 101-116, s. 103; Hasan Şimşek, Ali Yıldırım, *Sosyal bilimlerde nitel araştırma yöntemleri*, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2018, s. 270.

Çalışmamızda önerilen finansman modelinin ülkemizde henüz uygulanmamış olması nedeniyle katılım sağlayan kişilerin belirlenmesinde araştırma konusu ile birebir veya dolaylı yoldan ilgili olup olmadıkları hususuna azami dikkat edilmiştir. İlgili mülakatlarda konuya vâkıf ve özellikle çalışmamızın mukayeseli analiz kısmında da belirtilen ana başlıklar (Örn: ihraç eden, yatırımcı, hukuk vs.) çerçevesinde alanında uzman katılımcılar tercih edilmiştir. Bu kapsamda mülakat kısmına derinlik kazandırılması amacıyla gerek yurtiçi ve/veya yurtdışı tecrübesi bulunan, ilgili alanda çeşitli akademik çalışmaları olan veya bu alanda kamu kurumu tecrübesi mevcut katılımcılar tercih edilmiştir.

Çalışma örnekleminin belirlenme aşamasında ise bir ile on arasında değişen sayıda katılımcının yer almasının ideal ölçüm verisini oluşturmak adına yeterli olduğu hususunda birçok çalışma incelenmiştir.³⁴⁰ Bununla birlikte çalışmamız kapsamında kuramsal örnekleme yaklaşımı benimsenmiş ve verilen benzer cevapların sıklıkla periyodu takip edilmiştir. Katılımcılardan gelen benzer cevapların sıklığının artması ve yeni bilgilerin elde edilememesi durumu ise “doyum noktası” olarak tanımlanmaktadır.³⁴¹ Bu veriler göz önünde bulundurularak mülakatlar analiz edilmiş ve beş farklı kişi ile gerçekleştirilen derinlemesine mülakatlar neticesinde doyum noktasına ulaşılmıştır.

Mülakatlar sırasında tüm görüşme teamüllerine riayet edilmiş ve katılımcıları herhangi bir yönlendirmeye tâbi tutacak soru ve üsluptan kaçınılmıştır. Çalışmamız kapsamında katılımcıların uzmanlık alanlarıyla ilgili detaylandırılmaya muhtaç konuların aydınlatılmasına gayret edilmiştir. Bu doğrultuda ilgili mülakatların doğal akışına göre bazı anlarda soruların ve yan soruların sıralamasında değişikliğe gidilmiştir. Yarı yapılandırılmış mülakat tekniği kapsamında mülakat örnekleminiz için hazırlanan soru ve yan soru seti aşağıda belirtilmiştir.

³⁴⁰ Susan Kleiman, “Phenomenology: To Wonder and Search for Meanings,” **Nurse Researcher**, Vol.11, No.4, 2004, ss. 7-19. s. 11; Helene Starks, Susan Brown Trinidad, “Choose Your Method: A Comparison of Phenomenology, Discourse Analysis, and Grounded Theory,” **Qualitative Health Research**, Vol. 17, No. 10, 2007, ss. 1372-1380, s.1375.

³⁴¹ Hasan Şimşek, Ali Yıldırım, **Sosyal Bilimlerde Nitel Araştırma Yöntemleri**, s. 125.

1. Türkiye’de son dönemde altyapı yatırımlarında kullanılan finansman modelleri hakkında genel bir değerlendirme yapar mısınız?
2. Türkiye’de faizsiz finansman modeli olarak sukuk’u diğer finansman modelleri (kredi, tahvil vb.) karşısında nasıl değerlendiriyorsunuz?
3. Özellikle altyapı yatırımları finansmanında kullanılacak sukuk finansman modelini ülkemiz açısından nasıl değerlendirirsiniz?
4. Bu model sizce kamunun mevcut altyapı yatırımları ihtiyacına faizsiz finansman modeli olarak cevap verme potansiyeline sahip midir?
5. Ülkemizde sukuk finansman modeli için mevcut yasa ve mevzuatta ne gibi değişikliklere ihtiyaç duyulmaktadır?
6. Altyapı yatırımlarının finansmanı için ülkemizde Türkiye Varlık Fonu (TVF) tarafından gerçekleştirilmesi önerilen sukuk ihracını nasıl değerlendirirsiniz?
7. TVF’nin özel hukuk hükümlerine tabi olması ve T.C. Hazine Bakanlığına tanınan birçok istisnanın kendisine tanımlandığı göz önünde bulundurulduğunda ülkenin kalkınmasına katkı sağlayıcı, kaynak ve maliyet avantajına sahip, İslamî finans prensipleriyle uyumlu sukuk ihracı mümkün müdür?
8. Türkiye’nin ekonomik şartlarıyla birlikte düşünüldüğünde TVF tarafından gerçekleştirilecek sukuk ihracının yapısı (örn: para cinsi, piyasası, vadesi vb.) nasıl olmalıdır?

Kamu altyapı yatırımlarının finansmanı amacıyla projeye dayalı sukuk ihracının ülkemizde henüz gerçekleştirilmediği tespit edilmiştir. Bu noktada çalışmamızda daha önce ifade edildiği üzere yeterli uygulama ve veri kısıtı bulunmaktadır. Bununla

birlikte mülakatlar özelinde karşılaşılan derinlemesine mülakat kısıtı aşağıda açıklanmıştır.

- Derinlemesine Mülakat Kısıtı: Çalışmalarımız boyunca mevcut olan pandemi koşulları tüm süreçleri olumsuz etkilediği gibi yüz yüze görüşmelerin bir kısmını da gerçekleştirmemizi engellemiştir. Bununla birlikte dijitalleşmenin getirdiği imkanlar sayesinde ilgili görüşmeler yeterli düzeyde ve kalitede gerçekleştirilmiştir. İlgili kısıtlar çalışmanın genel performansını etkilememekle birlikte söz konusu kısıtların tamamen ortadan kalkması daha kaliteli veri setlerine ulaşmamıza yardımcı olacaktır.

Aşağıda yer alan mülakat notları katılımcıların soyadı başharfine göre alfabetik sıra takip edilerek sıralanmıştır.

Av. Ümit Akkaya ile Derinlemesine Mülakat Notları

İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi 1997 yılı mezunu olup, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Ana Bilim Dalı'nda Yüksek Lisans derecesine sahiptir. Halen İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İslam İktisadı ve Uluslararası Finans Bölümünde Doktora çalışmasını sürdürmektedir. 1998 yılından itibaren avukatlık mesleğini yürütmekte olan ve 2003 yılında Mutlu Avukatlık bünyesine katılan Ümit Akkaya, 2007 yılında ortak sıfatını kazanmış ve halen Yönetim Kurulu Üyeliği'ni sürdürmektedir. Ümit Akkaya, hukuki danışmanlık hizmetleri kapsamında, faizsiz finans, bankacılık, uluslararası ticari ve finansal işlemler, sermaye piyasası mevzuatı alanlarında hukuki hizmetler sunmaktadır. Ümit Akkaya uzun yıllardır sukuk ihraçları alanında uzman olarak çalışmaktadır.³⁴²

³⁴² Mutlu Avukatlık, “Av. Ümit Akkaya Biyografisi”, (Çevrimiçi), <https://www.mutlu.av.tr/>, 25 Ekim 2021.

Soru: Türkiye’de son dönemde altyapı yatırımlarında kullanılan finansman modelleri hakkında genel bir değerlendirme yapar mısınız?

Yan soru: Türkiye’de faizsiz finansman modeli olarak sukuk’u diğer finansman modeller (kredi, tahvil vb.) karşısında nasıl değerlendiriyorsunuz?

Yap-İşlet-Devret modeliyle son dönemde birçok altyapı projesinin gerçekleştirildiğini biliyorum. Bu kapsamda Çanakkale Köprüsü için faizsiz finansman sağlanmasında da sürecin içerisinde bir katılım bankası için yer aldık. Sonuç itibariyle ilgili projeye faizsiz finansman sağlandı diyebilirim.

Öte yandan sukuk, ülkemizde ve dünyada İslamî finans ürünleri arasında en çok kullanılan ve bilinen modelidir. Türkiye’de yolun başındayız ve uygulama tarafında daha gidilecek çok yol var. Bununla birlikte altyapı yatırımları için rahatlıkla kullanılabileceğini ve varlığa dayalı yapısının diğer finansman modellerine nazaran avantaj sağlayacağını düşünüyorum.

Soru: Özellikle altyapı yatırımları finansmanında kullanılacak sukuk finansman modelini ülkemiz açısından nasıl değerlendirirsiniz?

Yan soru: Bu model sizce kamunun mevcut altyapı yatırımları ihtiyacına faizsiz finansman modeli olarak cevap verme potansiyeline sahip midir?

Öncelikle Türkiye’de İslamî prensiplere uygun haliyle sukuk uygulamalarında kötü ve iyi örnekler var. Bu finansman modelini iyi bilenler ve hiç bilmeyenler var diyebilirim. Bu noktada katılım bankaları başat rol üstleniyor. Onlar uygulama örneklerinin çoğunluğunu oluşturuyor ve sukuk işlemlerinin gelişimini destekliyor. Sukuk finansman modelinin bilinirliği arttıkça ve bunun sonucunda iyi uygulama örnekleriyle birlikte ciddi bir alternatif oluşturacağını düşünüyorum. Mülakat öncesinde bilgilendirdiğiniz kapsamda incelediğim yasa ve mevzuatlar dahilinde sukuk ihraçlarının kamu tarafından altyapı yatırımlarında uygulanması yönünde mevzuat açısından bazı düzenlemeler yapılabilecekse de genel olarak bir problem olmadığı kanaatindeyim.

Soru: Ülkemizde sukuk finansman modeli için mevcut yasa ve mevzuatta ne gibi değişikliklere ihtiyaç duyulmaktadır?

Bazı alanlarda gri diyebileceğimiz maddeler var. Açıkça ifade edilmemiş ve yoruma açık bırakılmış konular netleştirilebilir. Sahipliğe dayalı kira sertifikası ihraçlarının kısıtlı dayanak varlık sebebiyle çok uygulanmadığını görürsünüz. Genellikle ülkemizde yönetim sözleşmesine dayalı ihraçlar görülmüyor. Bunun bir sebebi ise yukarıda zikredilen dayanak varlık eksikliği ve ihraç eden ya da yatırımcılar açısından risk değerlendirmeleri olarak ifade edilmektedir. Bu ihraç örnekleri üzerinde çalışıldıkça artabilir. Ayrıca, Türk hukuku bakımından kamu varlıklarının satışı konusunda ilgili varlığın niteliği ve kullanım alanına göre farklı hukuki düzenlemeler uygulanmaktadır, dolayısıyla ihraçlarda buna da dikkat edilmelidir.

Soru: Altyapı yatırımlarının finansmanı için ülkemizde Türkiye Varlık Fonu (TVF) tarafından gerçekleştirilecek sukuk ihracını nasıl değerlendirirsiniz?

Yan Soru: TVF'nin özel hukuk hükümlerine tabi olması ve T.C. Hazine Bakanlığına tanınan birçok istisnanın kendisine tanımlandığını göz önünde bulundurduğunuzda ülkenin kalkınmasına, mevcutta kullanılan finansman modelleri karşısında kaynak maliyet avantajına, islamî prensiplere uygun ihraca sizce imkân tanır mı?

Yan Soru: Türkiye ekonomik koşullarıyla birlikte düşünüldüğünde TVF tarafından gerçekleştirilecek bu ihracın yapısı (örn: para cinsi, ihraç edileceği piyasa, vadesi) nasıl olmalıdır?

İncelediğim 6741 ve 4749 sayılı kanun ve ilgili tebliğler kapsamında TVF tarafından gerçekleştirilecek sukuk ihracı mümkün görünüyor. Bu ihraçlarda birçok istisnadan yararlanılabiliyor. Ayrıca Hazine dilerse garantör olarak TVF tarafından gerçekleştirilecek sukuk ihraçlarına iştirak edebilir.

Geçmiş tecrübelerimize istinaden kamu ihracının mutlaka sahipliğe dayalı ihraç olmasına da gerek bulunmadığını söyleyebiliriz. İstisna ve ortaklığa dayalı sukuk ihraç modellerinin daha rahat kullanılabileceğini düşünüyorum. Dolayısıyla İslami

prensiplere uygun ve hatta kamudan daha esnek bir yapıyla bu ihraca imkân tanıyabilir görüşündeyim. 6741 sayılı kanun kapsamında kamunun TVF'yi fon olarak kurması ve TVF'nin ise devredilen kamu varlıklarını ihracın amacı dışında kullanamayacağı hususu açık görünüyor. Bu doğrultuda kamu açısından da TVF sukuk ihracının sorun oluşturmayacağı kanaatindeyim.

Son sorunuz için ise benim cevaplayabileceğim kısmıyla yurtiçi veya yurtdışı olması önünde hukuki açıdan bir sorun yok. Mega projelerin finansmanı için tutar oldukça büyük. Bu noktada yurtdışı ihraçlar da yapılabilir kanaatindeyim.

Görüşme özeti:

Ümit Akkaya Bey tarafından mevcut yasa ve mevzuat kapsamında TVF tarafından gerçekleştirilecek sukuk ihracı incelenmiş ve hukuki olarak bu ihracın mümkün olduğu belirtilmiştir. Fon izahnamesinin ise bu ihraç için önem arz edeceği eklenmiştir. Ayrıca günümüz mevzuat düzenlemelerinin kamu sukuk ihraçlarını mümkün kılmakta olup bu ihraçlara ilişkin mevzuatta bazı düzenlemeler yapmanın da değerlendirileceği ifade edilmiştir. Uygulama alanında zaman zaman yeterli bilgi seviyesine sahip uzmanların görev almaması sukuk ihraçlarında olumsuz örneklerin oluşmasına sebebiyet verebileceği eklenmiştir. Mevcutta uygulanan sukuk finansman modellerinin doğru gelişimi açısından bu adımların önem arz ettiği belirtilmiştir.

Esma Karabulut ile Derinlemesine Mülakat Notları

Marmara Üniversitesi Sermaye Piyasası Bölümü'nden 2011 yılında mezun oldu. Yüksek lisans eğitimini 2013 yılında İstanbul Bilgi Üniversitesi'nde MBA üzerine tamamladı. Bankacılık kariyerine 2011 yılında Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş.'de başlayan ve Aktif-Pasif Yönetimi Müdürlüğü'nde Sukuk ve Sendikasyon Servisinin yöneticisi olarak görevini yerine getiren Karabulut, Temmuz 2019 itibarıyla Emlak Katılım Bankası

A.Ş.'de Yatırım Bankacılığı Biriminde göreve başlamış ve müdür olarak görevine devam etmektedir.³⁴³

Soru: Türkiye’de son dönemde altyapı yatırımlarında kullanılan finansman modelleri hakkında genel bir değerlendirme yapar mısınız?

Yan soru: Türkiye’de faizsiz finansman modeli olarak sukuk’u diğer finansman modeller (kredi, tahvil vb.) karşısında nasıl değerlendiriyorsunuz?

Ağırlıklı sendikasyon kredileri başta olmak üzere uluslararası tahvil/sukuk finansman modelinin ülkemizdeki altyapı proje finansmanlarında kullanıldığını biliyorum. Buradaki kritik konu proje için uzun vadeli kaynak temininin sağlanmasıdır. Ülkemizde emeklilik/ yatırım fonu gibi kurumsal yatırımcıların, ekonomik dinamiklerden ötürü, vade iştahlarının kısa olması uzun vadeli yatırımların yerel para cinsinden finanse edilmesi için gerekli kaynağın söz konusu projelere aktarılması hususunda zorluk çıkartmaktadır. Bu noktada sermaye piyasaları ülkemizde henüz yeterli gelişmişlik seviyesinde değil. Bu durum ülkemizdeki altyapı yatırımlarının finansman modellerini de olumsuz etkilemektedir.

Güncel olarak Türkiye’de sukuk ihracında mevzuatsal anlamda çok büyük engele takılmazsınız. Buradaki en kritik konu ise altyapı yatırımları için piyasada uzun vadeli yatırımcının sınırlı sayıda olmasıdır. Ülkemizde sukuk genellikle likidite yönetimi/işletme sermayesi amacıyla kullanılmakla birlikte altyapı yatırımlarında da kullanılması mümkündür. Ayrıca sukuk finansman modeliyle altyapı yatırımlarının finansmanı üzerine çeşitli çalışmalar da yaptık. Karşılaştığımız en büyük problem; proje vadesinin uzun olması ve yatırımcıların sabit bir beklenen getiri oranından ihraca katılmak istememesidir. Uzun vadeli ihraçlarda piyasa TL REF gibi piyasa oranlarını yansıtan gösterge oranları tercih etmektedir. Katılım finans prensiplerine uygun olmaması nedeniyle TL REF gösterge oranını kullanamamaktayız. Bu durum sektörde

³⁴³ Emlak Varlık Kiralama A.Ş., “Yönetim Kurulu Üyeleri ve Özgeçmişleri”, (Çevrimiçi), <https://www.emlakvks.com.tr/>, 30 Ekim 2021.; Merkezi Kayıt Kuruluşu, “Emlak Katılım Varlık Kiralama A.Ş. Şirket Bilgileri” (Çevrimiçi), <https://e-sirket.mkk.com.tr/>, 30 Ekim 2021.

sukuk ihracı vasıtasıyla uzun vadeli fonlara ulaşmada ciddi sorun teşkil etmektedir. Bu hususta katılım finans prensiplerine uygun göstergelerin geliştirilmesi elzemdir.

Soru: Özellikle altyapı yatırımları finansmanında kullanılacak sukuk finansman modelini ülkemiz açısından nasıl değerlendirirsiniz?

Yan soru: Bu model sizce kamunun mevcut altyapı yatırımları ihtiyacına faizsiz finansman modeli olarak cevap verme potansiyeline sahip midir?

Faizsiz finansal enstrümanlar arasında özellikle sukuk'a ciddi bir ilgi olduğunu söyleyebilirim. Buna ek olarak altyapı yatırımlarının finansmanı açısından kamunun ihtiyacına sukuk finansman modeli cevap verebilir. Varlığa dayalı yapısı yatırımcıya güven veriyor ve piyasada pozitif ayrışıyor. Öte yandan ülkemizin ekonomik koşulları düşünüldüğünde TL sukuk ihraçlarının uzun vadeli olmasını zor görüyorum. Malumunuz dalgalı bir piyasada uzun vadeli ihraç için değişken oranlı ihraçlara gerek duyulmakta. Bu kapsamda Türk Parasını Koruma hakkında 32 sayılı kararda bir değişiklik yapılarak altyapı yatırımları/proje finansmanı gibi uzun vadeli yatırımların döviz cinsinden sukuk ihracı ile finanse edilebilmesinin önü açılmalıdır. Burada dolarizasyona neden olmaması açısından minimum vade sınırı konulabilir (ihraç vadesinin min 3 yıl olması gibi). Böylece yurtiçinde yaklaşık 250 milyar dolarlık döviz kaynağını spekülatif alanlara yönlendireceğimize uzun vadeli ve katma değerli yatırımlara çekebileceğimizi düşünüyorum.

Soru: Ülkemizde sukuk finansman modeli için mevcut yasa ve mevzuatta ne gibi değişikliklere ihtiyaç duyulmaktadır?

Mevzuat açısından kamu varlıklarının tamamen yatırımcıya devredilmesi konusu halen gündemde. Bu durum ise güncelde sukuk ihraçlarının önünde büyük bir engel değil. İlla ki varlıkların tamamen bilançodan devrine gerek duyulmadan, inançlı mülkiyet esası üzerinden de ihraçlar gerçekleştirilebilir. Bu tür yatırımlar için istisna finansman modeli, yönetim sözleşmesine dayalı vb. hatta hibrit finansman modelleri de uygulanabilir.

Özellikle yurtiçi sukuk piyasasının gelişimi adına ikinci el piyasada likiditenin sağlanması, uzun vadeli ihraçları desteklemek adına T.C. Merkez Bankası'nda teminata kabul edilebilecek bir varlık sınıfına dahil edilmesi önem arz ediyor. Bunun haricinde birtakım teşvikler getirilmeli. Kurumsal yatırımcılar açısından mevcutta bir sorun yok. Bununla birlikte bireysel yatırımcılar için ise vergisel teşviklerin henüz yeterli düzeyde olmadığını görüyorum. Bu noktada süreli teşvikler getirilebilir. Örneğin yurtdışında yeşil sukuk ihraçlarında çok kapsamlı teşvikler kullanılıyor.

SPK nezdinde katılım esaslı sermaye piyasaları üzerine bir daire başkanlığı kurulabilir. Bu başkanlık sukuk ihraçlarını hem mevzuat hem de katılım finans prensiplerine uygunluk açısından incelemeli/denetlemeli. Piyasadaki uygulama farklılıklarını ortadan kaldıracak bir mekanizma getirilmeli. Örneğin; sukuk ihraçlarındaki icazetnamenin ve bu kapsamda hazırlanan sözleşmelerin Merkezi Danışma Kurulundan alınması dahi piyasadaki uygulama farklılıklarını önemli ölçüde azaltacaktır. Bu kapsamda piyasanın daha şeffaf/adil bir zeminde çalışması, sukuk ihraç türlerinin artırılması, teşvik edilmesi (vergi, portföye alım sınırlandırmalarının kaldırılması/azaltılması vs) ve düzenlenmesi hususlarında hız kazanabiliriz. Ayrıca, bireysel yatırımcıların kamu tarafından gerçekleştirilecek sukuk ihraçlarına yatırım yapması halinde ilgili sertifikaları bankalarda teminat olarak kullanılabilmesi yine sukuk piyasasındaki likiditeye katkı sunacaktır.

Soru: Altyapı yatırımlarının finansmanı için ülkemizde Türkiye Varlık Fonu (TVF) tarafından gerçekleştirilecek sukuk ihracını nasıl değerlendirirsiniz?

Yan Soru: TVF'nin özel hukuk hükümlerine tabi olması ve T.C. Hazine Bakanlığına tanınan birçok istisnanın kendisine tanımlandığını göz önünde bulundurduğunuzda ülkenin kalkınmasına, mevcutta kullanılan finansman modelleri karşısında kaynak maliyet avantajına, islamî prensiplere uygun ihraca sizce imkân tanır mı?

Yan Soru: Türkiye ekonomik koşullarıyla birlikte düşünüldüğünde TVF tarafından gerçekleştirilecek bu ihracın yapısı (örn: para cinsi, ihraç edileceği piyasa, vadesi) nasıl olmalıdır?

TVF üzerinden sukuk ihracı mümkündür. Yakın zamanda hatta iç piyasada TVF için bir sukuk ihracını planlıyoruz. Birçok istisnanın TVF için de tanımlandığını biliyorum. Kamuya nazaran daha esnek ve hızlı bir yapı TVF’de kurulabilir. İstisna akdine dayalı ve/veya başka akitleri bir arada sunan hibrit sukuk ihracını burada kolaylıkla kullanılabiliyorsunuz. TVF’nin denetlenmesi ve şeffaflık ilkelerine bağlılık yurtdışı yatırımcı açısından oldukça önemli.

Böyle bir altyapı projesine kaynak temini amacıyla yurtdışına ihraç edilmesi, uzun vadeli ve dolar cinsi olması daha mümkün görünüyor. Ayrıca belirttiğiniz büyüklükte bir tutar için kesinlikle hazine garantisi gerekir diye düşünüyorum. Hatta yurtdışı yatırımcılar bazı sektörlerle (gayrimenkul, enerji) dair sukuk ihraçlarına yatırım yapmam diyor. Öte yandan, uzun vadeli olarak yurtiçinde TL sukuk ihracı da olabilir. Bunun için ise atılması gereken adımlar var. Örneğin sukuk garanti fonu gibi fonların kurulması gerekli diye düşünüyorum. İnşaat aşamasındaki riskleri minimize etmek için ayrıca çeşitli sigorta ürünleri kullanılabilir.

Görüşme özeti:

Esmâ Karabulut Hanım ile gerçekleştirilen mülakatta başarılı bir sukuk ihracı için gerekli olan hususlar ve özellikle yurtiçi sukuk piyasasının mevcut durumu kapsamlı şekilde ele alınmıştır. Kamu otoritesi tarafından atılması gereken adımlar üzerinde durulmuştur. Büyük altyapı yatırımlarının doğası gereği ihtiyaç duyduğu uzun vadeli ihracın dolar cinsi olması, tutar ve vadesi sebebiyle de T.C. Hazine garantisinin gerekli olabileceğinin önemi vurgulanmıştır.

Hamit Kütük ile Derinlemesine Mülakat Notları

Hamit Kütük İstanbul Üniversitesi İngilizce İktisat bölümünden 1992 yılında mezun olmuştur. İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi’nde İslami Finans üzerine yaptığı yüksek lisans eğitimini 2013 yılında tamamlamıştır. Halen aynı üniversitede İslami Finans doktorasına devam etmektedir. 25 yıllık sektör deneyimine 1997 yılında Kuveyt Türk Katılım Bankası’nda dealer olarak başlamıştır. Aynı bankadaki kariyerini 2006 yılında Döviz Piyasaları Müdürü, 2010 yılında Hazine Pazarlama Müdürü, 2016 yılında Aktif Pasif Yönetim

Müdürü görevleriyle sürdürmüştür. 2019 yılından bu yana KT Portföy Genel Müdür'ü ve Yönetim Kurulu Üyesi olarak görev almaktadır.³⁴⁴

Soru: Türkiye’de son dönemde altyapı yatırımlarında kullanılan finansman modelleri hakkında genel bir değerlendirme yapar mısınız?

Yan soru: Türkiye’de faizsiz finansman modeli olarak sukuk’u diğer finansman modeller (kredi, tahvil vb.) karşısında nasıl değerlendiriyorsunuz?

Altyapı yatırımlarında proje finansman kredileri, sendikasyon kredileri kullanılır. Dolayısıyla sermaye piyasalarının çok sık kullanılmadığını biliyorum. Ayrıca benim bildiğim Yap-İşlet-Devret modeli yoğun son dönemde. Yap-İşlet-Devret modelini de uygulamada biraz sıkıntılı olarak görüyorum. Bence model genel hatlarıyla doğrudur lakin nasıl modellendiği son dönemde önem kazanıyor.

Bu tartışmaların ötesinde sukuk finansman modeli ülkemiz açısından altyapı yatırımları için çözüm olabilir. Kamu farklı bir alternatif olarak değerlendirebilir. Geçmişte Gelir Ortaklığı Senetleri vardı. Şu an sizin bahsettiğiniz hususun bence temeli oradadır. Türkiye diğer islam ülkelerinden daha önce 1980’li yılların başında altyapı yatırımlarının finansmanı için sermaye piyasalarını kullanmıştır. Bu nedenle ülkemizde geçmişte olduğu gibi teveccüh göreceğini düşünüyorum.

Soru: Özellikle altyapı yatırımları finansmanında kullanılacak sukuk finansman modelini ülkemiz açısından nasıl değerlendirirsiniz?

Yan soru: Bu model sizce kamunun mevcut altyapı yatırımları ihtiyacına faizsiz finansman modeli olarak cevap verme potansiyeline sahip midir?

Öncelikle kredi etkisi yaratacak bir sukuk ihracının faydasının olmayacağını düşünüyorum. Sukuk finansman modeli birçok şekilde ihraç edilebilir. Burada önemli

³⁴⁴ KT Portföy, “Yönetim Kadrosu”, (Çevrimiçi), <https://www.ktportfoy.com.tr/>, 30 Ekim 2021.

olan varlığa dayalı, risk ve ortaklık temelli bir yapıyla ihraç gerçekleşirse daha isabetli olur kanaatindeyim.

Ülkemizde sermaye piyasalarındaki faizsiz finans enstrümanları kısıtlı olduğu için katkı sunacaktır. Faizsiz finans modelleri sadece altyapı yatırımlarında değil birçok alanda ihtiyaca cevap verilebilir. Bununla birlikte istisna finansman modeli bu tarz altyapı yatırımları için çok uygundur. Dolayısıyla faizsiz finansman modelleri ve belirttiğiniz sukuk finansman modeli rahatlıkla bu projelerde kullanılabilir.

Soru: Ülkemizde sukuk finansman modeli için mevcut yasa ve mevzuatta ne gibi değişikliklere ihtiyaç duyulmaktadır?

İlk sukuk ihracında yer aldım ve henüz ortada tam bir mevzuat yoktu. Ülkemizde ilk olmak ve deneyimlemek zordu o dönemde. Sukuk piyasası gelişmekte olan bir piyasa olması sebebiyle vergi ve istisnalarla teşvik edilmelidir. Yatırımcılar açısından vergi avantajı önemli bir husus diyebilirim. Güncelde böyle bir sorun hemen hemen kalmadı gibi.

Bununla birlikte mevzuat ve bundan sonra yapılacak düzenlemelerin borca dayalı ve tahville, krediyle benzer yapıların sukuk ismiyle anılmasını engellemek lazım. Borçlanma araçlarından bağımsız bir yapıya kavuşması gerekli diye düşünüyorum. Konvansiyonel yapıyla benzer yapıdaki “islamî finans ürünleri” ülkemizin ve bu piyasanın gelişimine katkı sunmaz.

Soru: Altyapı yatırımlarının finansmanı için ülkemizde Türkiye Varlık Fonu (TVF) tarafından gerçekleştirilecek sukuk ihracını nasıl değerlendirirsiniz?

Yan Soru: TVF’nin özel hukuk hükümlerine tabi olması ve T.C. Hazine Bakanlığına tanınan birçok istisnanın kendisine tanımlandığını göz önünde bulundurduğunuzda ülkenin kalkınmasına, mevcutta kullanılan finansman modelleri karşısında kaynak maliyet avantajına, islamî prensiplere uygun ihraca sizce imkân tanır mı?

Yan Soru: Türkiye ekonomik koşullarıyla birlikte düşünüldüğünde TVF tarafından gerçekleştirilecek bu ihracın yapısı (örn: para cinsi, ihraç edileceği piyasa, vadesi) nasıl olmalıdır?

Varlık Fonları üzerinden sukuk ihraçlarının dünyada örnekleri mevcut. Ülkemiz için TVF yenilikçi bir model sunabilir. TVF'ye tanınan istisnaların sermaye piyasalarının gelişimi adına önemli olduğunu düşünüyorum. Buradaki temel kanaatim şu; kamunun bu projelerdeki önceliği Yap-İşlet-Devret Modeli üzerinde. Bununla birlikte gerçekten ülkemiz için stratejik lakin özel sektörün girmeye cesaret edemediği projeler de varlık fonu sukuk ihracıyla gerçekleştirilebilir. TVF'nin bünyesinde bu noktada projeleri yönetebilecek, kaynak sağlayacak ve fizibilite yapabilecek düzeyde uzman ekipler oluşturulması gereklidir. TVF tarafından sukuk ile temin edilecek kaynak ise hali hazırdaki Yap-İşlet-Devret'lere kıyasla kamu maliyesine daha fazla katkı sunacağını düşünüyorum.

Öncelikle proje çok önemli. İyi bir fizibilite ile yola çıkmak gerekli. Ayrıca, başarılı bir ihraç için altyapı projesine dair risk tanımlamasının yapılması ve performans riskini nasıl yönettiğimizi yatırımcılara anlatmalıyız. Örneğin inşaat sürecinde teminat mektubu önem arz eder. Birinci sınıf veya belirlenen derecelendirme notuna sahip bankalardan teminat mektubu getirilmesi alt taşeronlardan istenebilir. Kaynağın uzun vadeli yatırımcıların bulunması önemlidir. Bu noktada yurtdışı ihraçlar için emeklilik fonları, sigorta şirketleri vb. kuruluşların uzun vadeli ve düzenli nakit akışı sağlayan varlıklara yatırım yapma arzusu mevcuttur. Geçiş garantisi ve işletme hakkı gibi hususlar hakkında yatırımcılara aşağı/yukarı yönlü potansiyeli içeren ödeme koşullarını detaylandırma ihtiyacı oluşacaktır.

Sukuk itfa tarihinde ise işleyen bir projeyi yurtiçinde halka arz edebilirsiniz. Nakit akışı netleşmiş, belirsizlikleri ortadan kalkmış bir altyapı projesini de halka arz etmek hazinenin üzerindeki maliyet baskısını da hafifletecektir.

Görüşme özeti:

Hamit Kütük Bey ile gerçekleştirilen mülakatta sukuk ihracının başarılı olması adına özellikle yurtdışı yatırımcıların hangi noktalara odaklandığı hususu üzerinde

durulmuştur. Ülkemizde hayata geçirilen Gelir Ortaklığı Senedinin modern sukuk modelinin öncüsü olduğu konusu vurgulanmıştır. İlgili sukuk ihracı için itfa tarihinde altyapı projesinin tamamlanmış olması ve düzenli nakit akışı sağlaması sebebiyle primli şekilde halka arz edilmesinin de kamuya veya ülkemize katkı sunacağı eklenmiştir.

Avşar Sungurlu ile Derinlemesine Mülakat Notları

1968 yılı Gümüşhane doğumlu olan Avşar SUNGURLU, liseyi Ankara Atatürk Anadolu Lisesi'nde tamamlamıştır. 1990 yılında Ortadoğu Teknik Üniversitesi Havacılık Mühendisliğinden mezun olup, aynı bölümde 1993 yılında yüksek lisans derecesini almıştır. 1995 yılında New York'ta Long Island Üniversitesi'nde İş İdaresi yüksek lisans eğitimini tamamlamıştır. Bir süre Tusaş Havacılık ve Uzay Sanayii'nde (TAI) tasarım mühendisi olarak çalıştıktan sonra 1997 yılında İnter Yatırım'da araştırma uzmanı olarak finans sektöründeki kariyerine başlamıştır. 2003-2015 yılları arasında Bizim Menkul Değerler'de çalışan SUNGURLU, 2017 yılına kadar Bizim Portföy Yönetimi Genel Müdürlüğü ve Yönetim Kurulu Üyeliği görevlerini yürütmüştür. Bu tarihten sonra Albaraka Portföy Yönetimi A.Ş.'de Genel Müdür Yardımcısı olarak görev yapmış, Albaraka Tech ve Albaraka Kültür Sanat A.Ş. yönetim kurulu üyeliğinde bulunmuştur. SUNGURLU, 29 Mart 2021 itibarıyla Takasbank Genel Müdürü ve Yönetim Kurulu Üyeliği'ne seçilmiştir.³⁴⁵

Soru: Türkiye'de son dönemde altyapı yatırımlarında kullanılan finansman modelleri hakkında genel bir değerlendirme yapar mısınız?

Yan soru: Türkiye'de faizsiz finansman modeli olarak sukuk'u diğer finansman modeller (kredi, tahvil vb.) karşısında nasıl değerlendiriyorsunuz?

Türkiye'de genellikle borçlanma araçları kullanılır. Altyapı yatırımlarının finansmanı amacıyla ise birçok kredi ve tahvil ürününün kullanıldığı biliyorum. Bununla birlikte özellikle büyük altyapı projeleri için kredi finansmanı kullanılan Yap-İşlet-Devret'ler gerçekleştirildi. Bu model hakkında kanaatim yapı doğru işleyişte hatalar mevcut.

³⁴⁵ Takasbank, “Üstyönetim”, (Çevrimiçi), <https://www.takasbank.com.tr/>, 26 Ekim 2021

Fizibilite çalışmasının doğru yapılmasının önemi burada ortaya çıkıyor. Burada oluşacak hatalar maliyetleri arttırabilir.

İlk olarak borçlanma araçlarından ziyade sermaye piyasaları kullanılarak altyapı yatırımlarının finanse edilmesi gerektiğine inanıyorum. Bildiğiniz üzere 2010 yılında Türkiye'deki ilk sukuk ihracı gerçekleşti. Kamu tarafında ise 2013'te hazırlanan tebliğde ben de görüş verdim. Yurtdışındaki örnekleri de bildiğim için o dönem hazırlanan tebliğin teori ile pratik arasında zorlukları beraberinde getirdiğini, Körfez ülkelerinde varlık devirlerinin neredeyse hiç yapılmadığını öğrenmiştim. Özellikle sahipliğe dayalı kira sertifikaları için bu hususu konuşuyorum. Kamunun altyapı yatırımlarında kamu ihracı bildiğim kadarıyla kullanılmadı. Özel sektörde ise çok az var. Geçmişte belediyelere yönelik sukuk ihracı konuşuldu. Lakin T.C. Hazine Garantisi talep edildi ve rafa kaldırıldı. Bu noktada piyasada Hazine garantisi olmadığında sorunlar baş gösterebilir. Ayrıca, varlıkların sahibi olacak şekilde dizayn edilen kira sertifikası önemlidir. Sonuç itibariyle altyapı yatırımları açısından tahvilden daha iyi bir model olduğuna inanıyorum.

Soru: Özellikle altyapı yatırımları finansmanında kullanılacak sukuk finansman modelini ülkemiz açısından nasıl değerlendirirsiniz?

Yan soru: Bu model sizce kamunun mevcut altyapı yatırımları ihtiyacına faizsiz finansman modeli olarak cevap verme potansiyeline sahip midir?

Öncelikle büyük altyapı yatırımlarının sermaye piyasaları kullanılarak finanse edilmesi taraftarıyım. Çünkü tabana yaygın bir yatırımcı portföyüne riski dağıtabilirsiniz ve maliyetlerinizi düşürebilirsiniz. Bu piyasalarda ise karşımıza genellikle tahvil ve kira sertifikası çıkar. Öte yandan tahvil'den daha farklı ve daha avantajlı bir yapıyı sunuyor kira sertifikası. Varlığa dayalı yapısı ise oldukça önem arz ediyor. Kamu tarafında dünyada örnekleri varken biz ülke olarak biraz geç kaldık açıkçası. 2012 yılındaki ihraç çok daha önce gerçekleşebilirdi. Mevzuat ve çeşitli düzenleme ihtiyaçlarıyla birlikte o dönemde yeni bir ürün olması kamu tarafında çeşitli çekincelere sebebiyet verdi diye düşünüyorum. Ürün yeterince anlaşıldığında sorun olacağını düşünmüyorum.

Bununla birlikte kamunun altyapı yatırımlarındaki ihtiyaca kira sertifikası faizsiz bir enstrüman olarak cevap verebilir, daha geniş bir kitleye hitap edebilir. Sermaye piyasalarında gerçekleşmesi sebebiyle maliyet ve tabanı genişletmesi kamu maliyesine katkı sunacaktır. Kamu tarafından gerçekleşen kira sertifikası ihraçları bugün itibariyle çok talep görüyor. Kamu ihraçları sadece bir ihraçtan öte piyasa için gösterge oluşturmaktadır. Bu tarafla önem arz etmektedir.

Soru: Ülkemizde sukuk finansman modeli için mevcut yasa ve mevzuatta ne gibi değişikliklere ihtiyaç duyulmaktadır?

Bugün çok önemli problemlerin kaldığını düşünmüyorum. Geçmişteki gecikmemiz haricinde kalmışsa ufak düzenleme ihtiyaçları kalmıştır. İhraçlar bence konvansiyonel ihraçların standardına yaklaştı. TKBB ve Kamu Kurum ve Kuruluşları için ihraçların şekil şartları konsolide edilmeli ve tüm tarafları bağlayıcı şekilde düzenlemede birleştirilmeli diye düşünüyorum.

Soru: Altyapı yatırımlarının finansmanı için ülkemizde Türkiye Varlık Fonu (TVF) tarafından gerçekleştirilecek sukuk ihracını nasıl değerlendirirsiniz?

Yan Soru: TVF'nin özel hukuk hükümlerine tabi olması ve T.C. Hazine Bakanlığına tanınan birçok istisnanın kendisine tanımlandığını göz önünde bulundurduğunuzda ülkenin kalkınmasına, mevcutta kullanılan finansman modelleri karşısında kaynak maliyet avantajına, islamî prensiplere uygun ihraca sizce imkân tanır mı?

Yan Soru: Türkiye ekonomik koşullarıyla birlikte düşünüldüğünde TVF tarafından gerçekleştirilecek bu ihracın yapısı (örn: para cinsi, ihraç edileceği piyasa, vadesi) nasıl olmalıdır?

Öncelikle TVF memlekete, piyasalara katkı sunacağını düşündüğüm doğru bir modeldir. Öte yandan kişisel görüşüm TVF'nin pratikte de kendi yapısında ve işleyişinde etraflı düzenlemelere ihtiyacı olduğu yönünde. Ülkemiz adına yeni bir kurum olan TVF için teori ve pratik arasındaki boşlukların doldurulması önem arz ediyor. Öte

yandan sizin önerinizde yer alan TVF'nin amacının ise kaynak temini ve altyapı yatırımlarının finansmanı olduğu açık. Bu tarafta sorun olacağını düşünmüyorum.

Bildiğim kadarıyla TVF yarı özel bir kamu kurumu ve burada geçerli olan özel hukuk hükümleri ise finansal piyasalarda gerçekleştirdiği işlemlerde bu hükümlerin tabi olacağını birlikte iş yapacağı şirketlere söylüyor. Burada T.C. Hazine'sinin garantörlüğü önem arz eder. Ayrıca bu büyüklükte ve yurtdışı bir ihraçta garantörsüz maliyetler çok yükselir. Varlıkların devri konusu T.C. Hazine Bakanlığı tarafından gerçekleşen sukuk ihraçları nasılsa burada da aynıdır. Bu noktada, Hazine bence varlık fonundan daha üstte olmasına rağmen devrediyorsa varlık devri sorunu yok demektir.

Öncelikle TVF ihracının talep tarafını da dizayn etmelisiniz. Yani TVF'yi yatırımcılara ihraç öncesinde doğru anlatmalısınız. Öte yandan bu tutarda büyük projeler için bu ihracın yurtdışında gerçekleşmesi gerekli. Yurtiçi piyasa derinliğine baktığınızda bu ihracı yurtiçinde ve kısa vadeli olması çok gerçekçi olmaz; belki kısmi olabilir. Bu projelerde maliyetler genellikle dolar cinsinden olur. Bu nedenle TL cinsinden finansman kaynağı ileride başka zorlukları da beraberinde getirebilir. TL ihraç yaparsanız bile bunu mutlaka dolara hedge'li yapmanız lazım.

Görüşme özeti:

Avşar Sungurlu Bey ile TVF veya kamu tarafından gerçekleştirilecek sukuk ihraçlarının gösterge niteliği taşıdığı üzerinde durulmuştur. Sukuk finansman modelinin varlığa dayalı yapısı ve sermaye piyasaları aracılığıyla ihraç edilmesi sebebiyle altyapı yatırımlarında kullanılmasının önemli olduğu belirtilmiştir. Bununla birlikte hazinenin farklı kaynak temini üzerinde olumlu etki yaratacağı vurgulanmıştır. Ayrıca, sukuk ihraçlarına yönelik tüm düzenlemelerin katılım bankaları için TKBB tarafında ve kamu kurum ve kuruluşları için ise kamu otoritesi tarafından kapsayıcı ve bağlayıcı şekilde tek bir çatı altında toplanması tavsiye edilmiştir.

Utku Üstünkaya ile Derinlemesine Mülakat Notları

Utku Üstünkaya, Bilkent Üniversitesi İşletme Bölümü'nden 2005 yılında mezun olmuştur. Kopenhag İşletme Okulu'nda finans ve stratejik yönetim üzerine yüksek lisansını 2007 yılında tamamlamıştır. TÜSİAD'ta ekonomik araştırmalar bölümünde uzman olarak

göreve başlayan Üstünkaya, birçok bankada sendikasyon ve sermaye piyasaları üzerine çeşitli görevlerde bulunmuştur. 2018 yılından bu yana Türkiye Varlık Fonu'nda Borç Finansmanı ve Uluslararası Sermaye Piyasaları Müdürü olarak görevine devam etmektedir.³⁴⁶

Soru: Türkiye’de son dönemde altyapı yatırımlarında kullanılan finansman modelleri hakkında genel bir değerlendirme yapar mısınız?

Yan soru: Türkiye’de faizsiz finansman modeli olarak sukuk’u diğer finansman modeller (kredi, tahvil vb.) karşısında nasıl değerlendiriyorsunuz?

Altyapı yatırımlarının finansman açısından bütçeyi ekstra yoracak finansman modellerinin kullanılmaması gerektiğini düşünüyorum. Örnek verecek olursam sabit maliyetlerle ve kur riskine açık kredilerin kullanılmaması gerektiği kanısındayım. Sermaye piyasaları aracılığıyla proje tahvili veya sukuk finansman modelinin kullanılması daha mantıklı diye düşünüyorum. Menkul kıymetleştirme ve tabana yaygın kaynak oluşturulması önemlidir.

Sukuk finansman modelinin ise önü oldukça açık. Bu düşüncemi daha önce sıklıkla eurobond ihracı yapan biri olarak söylüyorum. Özellikle varlığa dayalı yapısı piyasada önemli bir fark yaratıyor. Bu nedenle sukuk finansman modeli yatırımcılara doğru ve iyi anlatılırsa potansiyele ciddi şekilde cevap verebilir. TVF olarak yakın zamanda bu finansman modelini kullanmak istiyoruz.

Soru: Özellikle altyapı yatırımları finansmanında kullanılacak sukuk finansman modelini ülkemiz açısından nasıl değerlendirirsiniz?

Yan soru: Bu model sizce kamunun mevcut altyapı yatırımları ihtiyacına faizsiz finansman modeli olarak cevap verme potansiyeline sahip midir?

Ağırlıklı olarak katılım bankaları tarafından kullanılan bir ürün olarak biliyorum. Varlığa dayalı bir yapıdaki haliyle yatırımcı açısından çok mantıklı. Yeterince

³⁴⁶ LinkedIn, Utku Üstünkaya, <https://tr.linkedin.com/>, (Çevrimiçi), 15 Ekim 2021.

anlatılmadığını veya anlaşılmadığını düşünüyorum. Sukuk altyapı yatırımlarının finansmanında kesinlikle kullanılabilir. Buna ek olarak yeşil sukuk şeklinde bir ihrac ise ilk ihraçlarda işleri çok daha kolaylaştıracağına inanıyorum.

Soru: Ülkemizde sukuk finansman modeli için mevcut yasa ve mevzuatta ne gibi değişikliklere ihtiyaç duyulmaktadır?

İhraca engel bir husus bildiğim ve duyduğum kadarıyla yok. Sermaye piyasalarında ise istisna finansman modeli kamu tarafından hiç kullanılmamış. TVF ise bu şekilde hiç uygulanmamış finansmanlarda öncü olmayı çok önemsiyor diyebilirim.

Soru: Altyapı yatırımlarının finansmanı için ülkemizde Türkiye Varlık Fonu (TVF) tarafından gerçekleştirilecek sukuk ihracını nasıl değerlendirirsiniz?

Yan Soru: TVF'nin özel hukuk hükümlerine tabi olması ve T.C. Hazine Bakanlığına tanınan birçok istisnanın kendisine tanımlandığını göz önünde bulundurduğunuzda ülkenin kalkınmasına, mevcutta kullanılan finansman modelleri karşısında kaynak maliyet avantajına, islamî prensiplere uygun ihraca sizce imkân tanır mı?

Yan Soru: Türkiye ekonomik koşullarıyla birlikte düşünüldüğünde TVF tarafından gerçekleştirilecek bu ihracın yapısı (örn: para cinsi, ihrac edileceği piyasa, vadesi) nasıl olmalıdır?

TVF, T.C. Hazine Bakanlığı'ndan sonra sermaye piyasalarında ona en yakın borçlanma imkanına sahip kurumdur. Kendi varlık portföyüne bakıldığında ise ülkemizi temsil eden çok önemli kuruluşlarının yer aldığını görebilirsiniz. Bu nedenle kamu maliyesine ilave yük getirmeden başarılı ihraçlarla kaynak temin edebileceğimizi düşünüyorum. Bu maliyetlerin azaltılmasında TVF'ye tanınan birçok istisnanın da payı mevcuttur. Tüm bunlarla birlikte TVF ihraçlarına teknik olarak hazine garantisi verilebilir.

Ülkemizde T.C. Hazine ve bankaların ağırlıklı olarak borçlanması sabittir. Ülkemizde dalgalı kur seyrinin olduğu dönemlerde uzun vadede genellikle sabit maliyetle

borçlanmak istersiniz. TVF'nin sukuk ihracı konusunda çalışmaları devam ediyor. İlk etapta yurtiçinde bir ihracı gerçekleştirmeyi planlıyoruz. Büyük olasılıkla istisna finansman modeli ve başka sözleşmeleri içerecek hibrit bir yapı olacak. Bu ihraçlardaki tecrübelerimizle birlikte ana hedefimiz ise uluslararası piyasadan sukuk finansman modeliyle kaynak temin etmek. Bu kaynağın para cinsi ise büyük olasılıkla döviz olacaktır.

Görüşme özeti:

Utku Üstünkaya Bey ile gerçekleştirilen mülakatta sukukun eurobond ve diğer sermaye piyasası ürünlerine nazaran varlığa dayalı yapısı sebebiyle daha güvenilir olmasına karşılık daha az bilindiği üzerinde durulmuştur. TVF'nin yakın bir zamanda piyasada öncü rol üstlenerek istisna vb. finansman modellerini içeren sukuk ihraçlarını hayata geçireceğini vurgulamıştır. İlk etapta yurtiçi piyasada olmak üzere uluslararası piyasada da sukuk ihraçlarının hedeflendiği paylaşılmıştır.

3.1.6. Türkiye’de Altyapı Yatırımları’nın Sukuk Finansman Modeli ile Gerçekleştirilmesi Üzerine Genel Değerlendirme

Varlığa dayalı sukuk finansman modelinin diğer finansman modelleriyle karşılaştırılması ve altyapı yatırımlarının kamu otoritesi tarafından nasıl hayata geçirileceği ve bu doğrultuda Türkiye Varlık Fonu aracılığıyla varlığa dayalı sukuk finansman modeli önerisi hakkında derinlemesine mülakatlar gerçekleştirilmiştir. Özellikle kamu tarafından altyapı yatırımlarında nasıl uygulanabileceği ve TVF aracılığıyla kamu altyapı yatırımlarına yönelik ihracı üzerine karşılaşılan mevcut problemler ve/veya çözüm önerilerine izlenen yöntem ile ulaşılmıştır. Bu kapsamda derinlemesine mülakatlar neticesinde elde edilen bulgular aşağıda sıralanmıştır.

- Varlığa dayalı yapısı ile sukuk finansman modelinin altyapı yatırımlarında kullanılan faizli finansman modelleri karşısında daha güçlü ve özgün bir yapıya sahip olduğu tüm katılımcılar tarafından sıklıkla vurgulanmıştır.

- Mevcut yasa ve mevzuat dahilinde sukuk finansman modelinin kamu otoritesi tarafından altyapı yatırımlarının finansmanı amacıyla kullanılması önünde bir engel kalmadığı katılımcılar tarafından belirtilmiştir. Bununla birlikte çeşitli vergi, teşvik vb. düzenlemelere halen ihtiyaç duyulduğu sıklıkla ifade edilmiştir.
- Kamunun altyapı yatırımlarının finansmanı amacıyla kullanacağı sukuk finansman modelinin sermaye piyasalarının gelişimine ve kamu maliyesine kaynak çeşitliliği açısından katkı sağlayacağı katılımcılar tarafından vurgulanmıştır. Ayrıca bu tür bir ihracın sermaye piyasalarında gösterge niteliği taşıyacağı belirtilmiştir.
- TVF'nin mevcut yapısı ve sahip olduğu potansiyel hakkında katılımcıların bir kısmının bilgi sahibi olduğu anlaşılmıştır. Gerçekleştirilen görüşmeler öncesinde yapılan ön bilgilendirmelerle birlikte mülakatlarda TVF değerlendirilmiş ve kamu altyapı yatırımlarının finansmanı amacıyla kullanılması yönünde bir engel olmadığı görüşü sıklıkla ifade edilmiştir.
- TVF tarafından kullanılacak sukuk finansman modelinin islamî prensiplere tam uyumlu olması gerekliliği tüm katılımcılar tarafından özellikle belirtilmiştir. Bunun ötesinde ülkemizde gerçekleşen sukuk ihraçlarının belirlenecek otorite tarafından islamî prensipler açısından kontrol edilmesinin gerekliliği eklenmiştir.
- Büyük altyapı projeleri için ülkemizdeki sermaye piyasalarının piyasa derinliği, uzun vade gerekliliği ve yatırımcı potansiyeli göz önünde bulundurulduğunda yurtdışı ihraçlar ile finanse edilmesinin gerekliliği vurgulanmıştır.
- TVF'nin kamu altyapı yatırımlarının finansmanı amacıyla kullanılması halinde özellikle büyük tutar gerektiren mega projeler için T.C. Hazine garantisinin önemi vurgulanmıştır.

3.2. Türkiye’de Altyapı Yatırımlarında Uygulanması Mümkin Finansman Modeli Önerisi

Türkiye’de özellikle altyapı yatırımlarına yönelik proje bazlı sukuk ihracının gerçekleştirilmediği anlaşılmaktadır. Çalışmamızda daha önce ihraçların kamunun bütçe finansmanına yönelik olduğu ifade edilmiştir. Bununla birlikte, kamunun özellikle altyapı yatırımlarında uygulanması mümkün ihraç modellerinde teori ve pratik arasındaki uyumsuzluklardan bahsedilmiştir. Ayrıca, özel sektör tarafından gerçekleştirilen ihraçların çok sınırlı olması ve altyapı projesini vade ve nakit akışına uygunluk açısından tam manasıyla kapsamadığı görülmektedir. Sonuç itibariyle, altyapı yatırımlarına yönelik Dünya’daki uygulamalara kıyasla kamu ve özel sektör tarafından gerçekleştirilen ihraçların çok sınırlı kaldığı anlaşılmaktadır.

Özellikle 2000’li yılların başından itibaren ulusal varlık fonları önem kazanmaya başlamıştır. Pratikte mümkün olan ve Dünya uygulamalarından da hareketle kamunun kendi iradesiyle gerçekleştireceği altyapı yatırımlarına yönelik sukuk ihracının birçok açıdan ülkemize katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Kamunun kendi imkân ve potansiyeliyle sahip olduğu varlıkların ekonomiye kazandırılmasının gerekliliği de düşünüldüğü bir ortamda Türkiye Varlık Fonu kurulmuştur. Varlık Fonu kuruluş amacı itibariyle bahsettiğimiz ve ülke yararına hizmet edecek finansman modellerin kullanımı açısından kritik öneme sahiptir. Bu noktada, özellikle müslüman ülkelerde kalkınmayı destekleyen, sermaye piyasası araçlarını önceliklendiren ve büyük projelere finansman sağlayan Varlık Fonu stratejisi sebebiyle Türkiye Varlık Fonu’na değinilecektir.

Bu bölümde, çalışmamız kapsamında TVF’nin yapısı açıklanacak ve altyapı yatırımları konusundaki rolü ele alınacaktır. Son kısımda ise TVF tarafından ülkemizde uygulanması mümkün faizsiz finansman modeli (sukuk) detaylandırılacaktır.

3.2.1. Türkiye Varlık Fonu

Türkiye Varlık Fonu Yönetimi (TVFY), 26.08.2016 tarih ve 29813 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan “Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun” kapsamında kurulmuştur.³⁴⁷ 6741 sayılı kanunda belirtildiği üzere TVFY Anonim Şirket şeklinde o dönem yer alan Başbakanlığa bağlı olarak kurulmuştur. Kuruluş esnasında belirlenen 50 mio TL tutarındaki ödenmiş şirket sermayesinin tamamı Özelleştirme İdaresi Başkanlığı’na aittir. İlgili kanunla aynı yıl içerisinde; Bakanlar kurulunun³⁴⁸ 17.10.2016 tarih ve 2016/9429 sayılı kararı ile Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi’nin yapısına ve işleyişine ilişkin usul ve esaslar belirlenmiş ve yürürlüğe konulmuştur. 2018 yılında düzenlenen 2018/162 sayılı Cumhurbaşkanlığı kararnamesiyle şirketin yönetim kurulu başkanı Cumhurbaşkanı olarak düzenlenmiş ve Cumhurbaşkanlığı makamına bağlanmıştır.³⁴⁹

TVFY A.Ş.’nin kanundaki kuruluş amacı, “sermaye piyasalarında araç çeşitliliği ve derinliğine katkı sağlamak, yurtiçinde kamuya ait olan varlıkları ekonomiye kazandırmak, dış kaynak temin etmek, stratejik, büyük ölçekli yatırımlara iştirak etmek için Türkiye Varlık Fonu (TVF) ve bu fona bağlı alt fonları kurmak ve yönetmek” şeklinde belirtilmiştir. TVF’nin kuruluştaki fon yapısı incelendiğinde; özelleştirme gelirlerini ve bazı kamu iktisadi kuruluşlarını fona aktararak oluşturulduğu anlaşılmaktadır. Bu minvalde, kamu iktisadi kuruluşlarının gelirlerinin artık merkezi bütçeye değil, fonun gelişimi ve büyümesi adına TVF’ye aktarılması anlamına gelmektedir. Kuruluş amacında belirtildiği üzere; kamunun âtil duran varlıklarını ekonomiye kazandıran ve özel sektörün bürokrasiden arındırılmış hızlı, rekabetçi ve esnek yapısının fondaki firmalar için benimsenmesi sonucunda TVF’nin

³⁴⁷ T.C. Cumhurbaşkanlığı Mevzuat Bilgi Sistemi, “Türkiye Varlık Fonu Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun”, (Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr/>, 26 Haziran 2021.

³⁴⁸ Bakanlar Kurulu: Ülkemizdeki başkanlık sistemi sonrası Cumhurbaşkanlığı Kabinesi olarak ifade edilmektedir.

³⁴⁹ Resmî Gazete, “Cumhurbaşkanı Kararı, Karar Sayısı: 2018/162”, (Çevrimiçi), <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2018/09/20180912-6.pdf>, 27 Haziran 2021

ülkemize katkı sağlaması düşünülmektedir.³⁵⁰ TVF'nin amaçlarından biri de altyapı yatırım projeleri için kaynak oluşturulması ve bunun sonucunda gerçekleştirilecek stratejik yatırımlarla birlikte ülkemizde istihdam artışına ve ekonomik büyümeye katkı sunmak şeklinde ifade edilmektedir.³⁵¹

Devletlere ait varlık fonları, sermaye kaynağı açısından emtia ve emtia dışı olarak ikiye ayrılmaktadır. Fonlar kuruluş amacına göre ise; tasarruf, istikrar, emeklilik, rezerv yatırım ve kalkınma olmak üzere beş farklı türe ayrılmaktadır. Bazı varlık fonları ise zikredilen amaçlardan birkaçını aynı anda kullanmaktadır.³⁵² Ulusal Varlık Fonu (UVF), sermaye kaynağı açısından ülkenin ürettiği cari fazlanın fonda toplanması suretiyle stratejik görülen alanlarda yatırım yapılmasını amaçlamaktadır. Öte yandan, Ulusal Kalkınma Fonları (UKF) ise sermaye kaynağı açısından ülkelerin mevcut kaynaklarının ve varlıklarının fonda toplanması suretiyle stratejik görülen alanlara yatırım yapılmasını amaçlamaktadır. Güncel olarak, varlıkların fon toplanması suretiyle oluşan ekonomik değerin yaklaşık 33 milyar USD'ye ulaştığı belirtilmiştir.³⁵³ TVF'nin stratejilerinin, Dünya'daki diğer örnekler incelendiğinde UKF ile benzeştiği görülmektedir.³⁵⁴

Altyapı yatırımlarının gerçekleştirilmesi ve ülkenin refahına katkı sağlayacak yatırımlarının gerçekleştirilmesi TVF amaç ve hedefleri arasındadır. Bu durum 2016

³⁵⁰ Talat Ulussever, Fatih Mangır, Hasan M. Ertuğrul, **Ekonominin Yeni Büyüme Gücü Ulusal Varlık Fonları ve Türkiye: Karşılaştırmalı Bir Analiz**, İstanbul, İktisadi Araştırmalar Vakfı İktisadi İşletmesi Yayınları, İstanbul, 2018, s.60.

³⁵¹ Özge Uysal Şahin, "Kamu maliyesi-varlık fonu ilişkisi: Türkiye için fırsat mı tehdit mi." **Journal of Awareness (JoA)**, 2, 2017, s 349-379, s.377.

³⁵² Abdullah Al-Hassan vd., "Sovereign wealth funds: Aspects of governance structures and investment management," **International Monetary Fund**, 2013, s.4.

³⁵³ Türkiye Varlık Fonu, "TVF 2019 Yılı Faaliyet Raporu", 2019, s. 47.

³⁵⁴ Kerem Kerkez, "Küresel Ekonominin Yeni Aktörleri Ulusal Varlık Fonları," **Fiscaoeconomia**, Vol.3, No.1, 2019, s.1-38, s.31.

yılında sunulan kanun tasarısında altyapı yatırımlarını ve faizsiz finansman modellerini ilgilendiren kısmıyla şu şekilde ifade edilmiştir³⁵⁵:

- *Türkiye Varlık Fonu oluşturacağı çarpan etkisiyle ülkemizde gerçekleştirilecek mega yatırımların finansmanını sağlamakla birlikte sermaye piyasalarının gelişimine de katkı sunacaktır.*
- *Kamu borçlanması yapmadan sermaye piyasaları kullanılarak büyük altyapı ve enerji projelerine finansman sağlanması*
- *İslami finansman varlıklarının kullanımının yaygınlaştırılması*

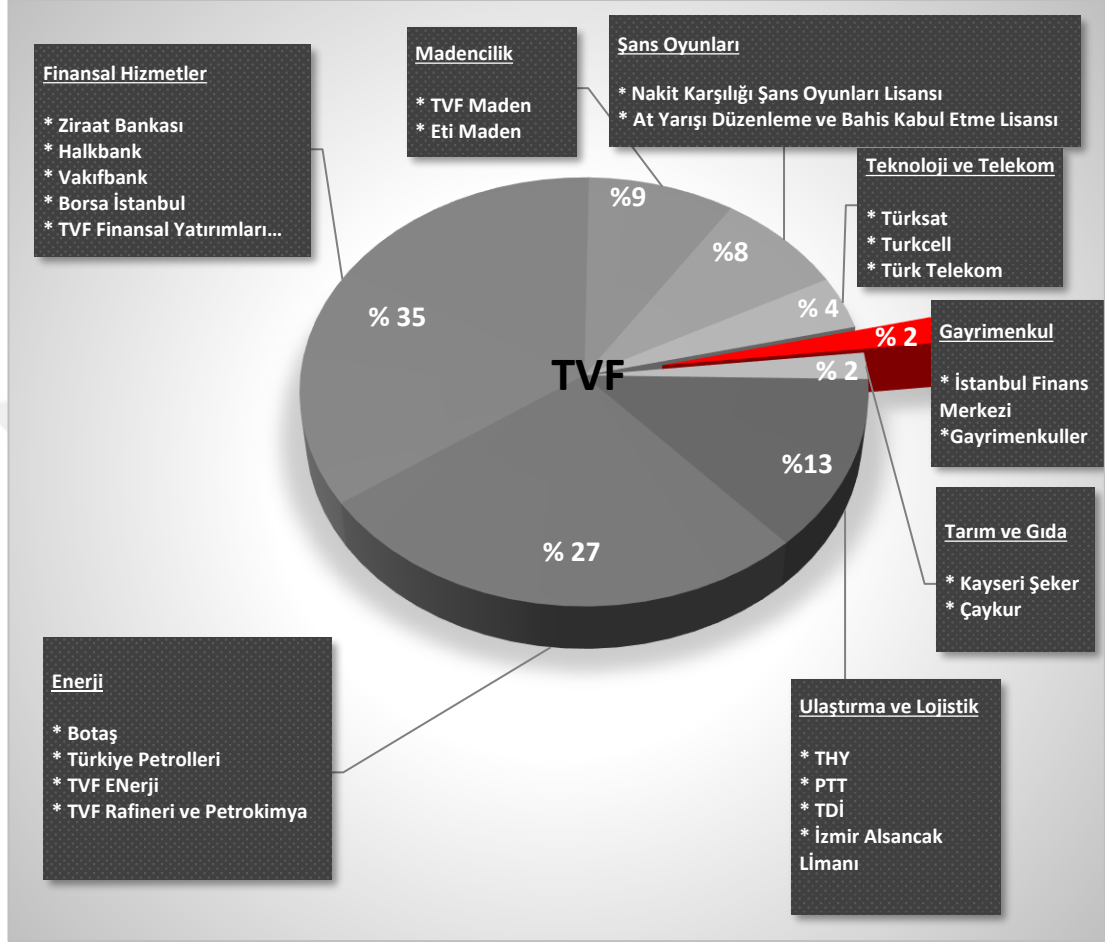
Kanun tasarısında yukarıda ifade edilen maddeler ise 6741 sayılı kanunun 2. Maddenin üçüncü fıkrasının ç bendinde;

“Her türlü proje geliştirme, projeye dayalı kaynak yaratma, dış proje kredisi sağlama ve diğer yöntemlerle kaynak temini işlemlerini,” şeklinde vücut bulmuştur.

Çalışmamızda daha önce değinildiği üzere; kamu varlıklarının kamu haricinde bir kuruma devri mümkün değildir. Bu kapsamda, kamu iktisadi firmalarının fona devri ve gerçekleştirilecek stratejik öneme haiz altyapı yatırımlarının finansmanının sağlanmasında TVF ülkemize çözüm sunmaktadır. Hukuki ve pratik açıdan TVF’nin sağlayacağı esneklik sayesinde altyapı yatırımlarına yönelik sukuk ihraçlarının gerçekleştirilmesi mümkün görünmektedir. TVF tarafından zikredilen varlığa dayalı fon yapısı ise özüne uygun sukuk ihraçları için gereklidir. Bununla birlikte, altyapı yatırımını gerçekleştirecek kamu kuruluşunun doğrudan sukuk ihracını gerçekleştirmesine imkân tanıyan haliyle TVF önem arz etmektedir.

³⁵⁵ Türkiye Büyük Millet Meclisi, “Kanun Tasarısı”, (Çevrimiçi), <http://www2.tbmm.gov.tr/d26/1/1-0750.pdf>, 05 Nisan 2021.

Grafik 3.1: Türkiye Varlık Fonu Portföyü



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

3.2.2. Türkiye Varlık Fonu Aracılığıyla Faizsiz Finansman Modeli (Sukuk) Önerisi

Dünya’da birçok ülkede varlık fonu aracılığıyla sukuk ihracı yapılmaktadır. Malezya ulusal varlık fonu Khazanah Nasional Berhad (Khazanah) ise ilk sukuk ihracını gerçekleştirerek öncü ülke olmuştur. Khazanah sukuk ihraçlarının varlık fonunun kendi yatırımları amacıyla veya şirketlerin yatırımları dolayısıyla fona ait şirketler tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir.³⁵⁶ Özellikle Suudi Arabistan,

³⁵⁶ IIFM, “Sukuk report 2019, 8th edition”, (Çevrimiçi), <https://www.iifm.net/>, 15 Haziran 2021.

Birleşik Arap Emirlikleri, Singapur ve Malezya’da son yıllarda ulusal varlık fonları tarafından altyapı yatırımlarına yönelik gerçekleştirilen sukuk ihraçları dikkat çekmektedir. Öte yandan, altyapı yatırımları başlığı altında yer alan enerji tesisi, ulaşım, inşaat projeleri ulusal kalkınma fonları tarafından sukuk ihraçlarıyla finanse edilmektedir. Bu ihraçlar yarı kamu* ihracı olarak ifade edilmekle birlikte uluslararası ihraçlar 40,1 milyar USD seviyesine gelmiştir.³⁵⁷ UVF’lerin %64’lük kısmının portföyünde altyapı yatırımları yer alırken özellikle altyapı yatırım projelerinde ağırlıklı “sıfırdan yatırım” stratejisini benimsedikleri belirtilmektedir.³⁵⁸ TVF’nin fon yapısı ve amacının Malezya ve Singapur devletlerinin varlık fonları ile benzeştiği düşünüldüğünde sukuk ihraçları ülkemizde gerçekleştirilebilir.

Öte yandan, TVF varlık fonu içerisinde bulunan portföydeki firmaların tamamının faaliyetleri islamî prensiplere uyumlu değildir. Bu sebeple, kurulacak alt fon aracılığıyla veya fonda yer alan islamî prensiplere uygun şirketler üzerinden gerçekleştirilecek ihraçlar ile altyapı yatırımlarının sukuk ihracıyla finansmanı gerekmektedir.

Bu noktada, ülkemizde altyapı yatırımlarına yönelik sukuk finansman modelinin TVF tarafından gerçekleştirilmesi yönündeki önerimize dayanak oluşturulan düzenlemeler aşağıda detaylandırılacaktır.

- T.C. Hazine Müsteşarlığı’na 4749 sayılı kanunun 7/A maddesi kapsamında tanınan tüm hak, istisna, indirim ve muafiyetlerden TVF için de geçerli kılınmıştır.³⁵⁹

* Quasi-Sovereign

³⁵⁷ IIFM, “Sukuk report 2021, 10th edition”, (Çevrimiçi), <https://www.iifm.net/>, 15 Eylül 2021.

³⁵⁸ Preqin, “Preqin Special Report: Sovereign Wealth Funds”, (Çevrimiçi), <https://www.pwc.co.uk/>, 20 Haziran 2021

³⁵⁹ T.C. Cumhurbaşkanlığı Mevzuat Bilgi Sistemi, “Türkiye Varlık Fonu Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, md. 8.6.”, (Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr/>, 28 Haziran 2021.

- TVF, özel şirketlerden ayrılmış ve SPK mevzuatına tâbi tutulmamıştır. Bu doğrultuda TVF kira sertifikası (sukuk) ihraçlarında SPK izni aranmamaktadır. Bu düzenleme sayesinde menkul kıymetleştirme, onay, ihraç vb. süreçlerin kolaylaştırıldığı anlaşılmaktadır.³⁶⁰
- Sukuk ihraçları için Varlık Kiralama Şirketi'nin TVFY A.Ş. tarafından kurulabilmesi mümkün kılınmıştır.³⁶¹
- Stratejik öneme haiz projeye konu varlıklarının sahibi konumundaki kamu kuruluşundan TVF'ye devredilmesi mümkün kılınmıştır. 6741 sayılı kanunda her ne kadar ihtiyaç fazlası olarak açıklanmışsa da aynı kanunun 2. maddesinde TVF'nin “projeye dayalı kaynak yaratma amacı” açıkça belirtilmiştir.³⁶² Buradan hareketle kamunun gerçekleştireceği altyapı yatırımlarına ait proje varlıklarının TVF'ye devri ve sonrasında sukuk ihracı gerçekleştirilebilir.
- TVFY A.Ş. ve TVF, fon kuruluş ve yönetim aşamasında gelir ve kurumlar vergisi vb. birçok vergi ve harçtan muaf tutulmuştur. Vergi ve muafiyetler, 8. Madde birinci fıkrasında açıkça ifade edilmiştir.³⁶³ TVF'nin maliyet avantajı ile sermaye piyasalarında ihraç gerçekleştirmesi vergi açısından desteklenmiştir.

³⁶⁰ T.C. Cumhurbaşkanlığı Mevzuat Bilgi Sistemi, “Türkiye Varlık Fonu Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, md.4/2”, (Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr/>, 29 Haziran 2021.

³⁶¹ T.C. Cumhurbaşkanlığı Mevzuat Bilgi Sistemi, “Türkiye Varlık Fonu Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, md.8/6”, (Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr/>, 30 Haziran 2021.

³⁶² T.C. Cumhurbaşkanlığı Mevzuat Bilgi Sistemi, “Türkiye Varlık Fonu Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, md.4/1/b, md. 2/3”, (Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr/>, 29 Haziran 2021.; Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi, “Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi, Sayı:10302, Sayfa 177”, (Çevrimiçi), <https://www.ticaret sicil.gov.tr/>, 30 Haziran 2021.

³⁶³ T.C. Cumhurbaşkanlığı Mevzuat Bilgi Sistemi, “Türkiye Varlık Fonu Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, md. 8/1”, (Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr/>, 1 Temmuz 2021.

- TVFY A.Ş. tarafından kurulacak alt fonların kamu kurum, kuruluş ve ortaklıklarına uygulanan mevzuat, uygulama ve kısıtlamalara tâbi olmadığı ifade edilmiştir.³⁶⁴ Buradan hareketle mevzuat açısından fonun daha esnek bir yapıyla faaliyetlerini sürdürülebileceği anlaşılmaktadır.
- BES sistemi içerisinde kurulacak standart fonun %50'lik üst sınıra kadar TVF borçlanma araçlarına yatırım yapılabilmesi mümkündür.³⁶⁵ Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde yapılan değişiklikle TVF tarafından ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarında tıpkı TCMB, HMB, ipotek finansmanı kuruluşları gibi yoğunlaşma sınırının aranmayacağı belirtilmiştir.³⁶⁶ Ayrıca, tek bir varlığa fon şirketleri tarafından yapılacak yatırımın fon toplam değerini %35'ini aşamaz maddesi TVF için de korunmuştur. Ülkemizde TVF'ye ait sermaye piyasası ürünlerinin derinliğinin artırılması amacıyla çeşitli düzenlemeler yapıldığı görülmektedir.
- TVFY A.Ş., bilanço itibariyle kamu bilançosundan bağımsız yönetilmektedir. KÖİ projelerinin kamu bütçesine ilave yük getirmiyor olmasının getirdiği avantaj TVF için de geçerlidir. Bu kapsamda, kamunun kaynaklarının kamu-özel kuruluş statüsünde olan TVF tarafından daha etkin ve verimli yönetilmesi sağlanabilir. TVF tarafından uygun finansman kaynağının temini ve sonrasında altyapı projesi için gerçekleştirilecek ihale ile işin yüklenici firma veya konsorsiyuma taşere edilmesi yöntemi şeffaflık ve kamu kaynaklarının verimli adına önemlidir.

³⁶⁴ T.C. Cumhurbaşkanlığı Mevzuat Bilgi Sistemi, "Türkiye Varlık Fonu Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, md. 8/4", (Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr/>, 1 Temmuz 2021.

³⁶⁵ T.C. Cumhurbaşkanlığı Mevzuat Bilgi Sistemi, "Katılım Esasları Çerçevesinde Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Faaliyetlerine İlişkin Yönetmelik", (Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuat/>, 01 Temmuz 2021.

³⁶⁶ Resmî Gazete, "III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (III-52.1.c)", (Çevrimiçi), <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2020/03/20200304-8.htm>, 02 Temmuz 2021.

- TVF dış kaynak temini amacıyla gerçekleştireceği işlemler için T.C Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından garanti verilmesi mümkündür. İlgili garanti ise ihracın daha düşük maliyetle gerçekleşmesi açısından önem arz etmektedir.³⁶⁷
- TVF özel hukuk hükümlerine tabidir. Özel sektörün rekabetçi ve esnek yapısının kamu varlıklarına yansıtılması varlık fonu aracılığıyla gerçekleştirilebilir. Dolayısıyla, dayanak varlıklar üzerindeki mülkiyet hakkının faizsiz prensiplere uygun şekilde tesis edilmesi özel hukuk hükümleri uhdesinde ülkemizde uygulanabilir.

TVF adına yapılan mevzuat, tebliğ ve yasadaki düzenlemelerin sukuk ihracına olumlu katkı sunacağı anlaşılmaktadır. Bu noktada, ülkemizde KÖİ modellerine alternatif oluşturabilecek daha etkin bir finansman modelinin kurulması varlık fonunun gerçekleştireceği sukuk ihraçlarıyla sağlanabilir. Kamu kaynaklarının verimli kullanılması, kamu bütçesi ilave yük getirmeden sermaye piyasaları kullanılarak büyük altyapı ve enerji projelerine finansman sağlanması ve faizsiz finansman modellerinin uygulanması amaçlandığı çalışmamızda daha önce ifade edilmiştir. TVF Sukuk finansman modelinin; KÖİ kapsamında gerçekleştirilen mega projelere kıyasla kamu bütçesine, kamuoyuna, proje maliyetine, islamî prensiplere uygun sukuk finansman modelinin ülkemizde uygulanmasına, sermaye piyasalarının gelişimine olumlu katkı sunacağı düşünülmektedir.

Kamunun girişimci ve proje üzerinde denetçi hüviyetini üstlenen bir yapıyla TVF'nin çeşitli ülkelerdeki varlık fonları ve ait oldukları ülkenin derecelendirme notu göz önünde bulundurulduğunda ülkemizde kamunun borçlanma maliyetine yakın bir borçlanma imkânı sunacağı düşünülmektedir.³⁶⁸ Bu kapsamda ülkemizde altyapı

³⁶⁷ T.C. Cumhurbaşkanlığı Mevzuat Bilgi Sistemi, “Onuncu Bölüm, Ek Madde 4”, (Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr/>, 12 Eylül 2021.

³⁶⁸ Fabio Bertoni, Stefano Lugo, **The Oxford Handbook of Sovereign Wealth Funds**, Ed. by Douglas Cumming vd., Oxford, 2017, s. 274-298, s.297.

yatırımlarının gerçekleştirilmesi amacıyla sukuk finansman modeline yeni bir uygulama alanı kazandırılması için ilgili finansman modeli aşağıda detaylı olarak belirtilmiştir.

İhraç öncesinde aşağıdaki işlemlerin gerçekleştirilmesi önerilmektedir:

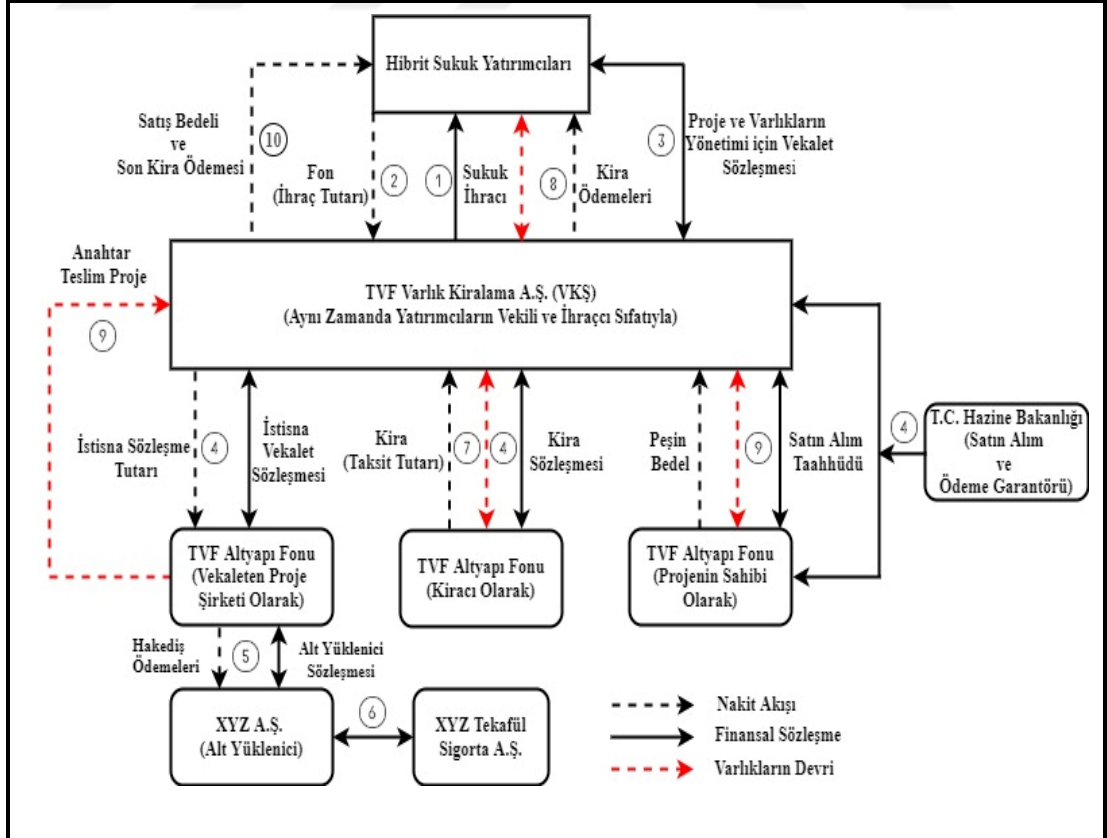
- Finansman temini amacıyla projeye konu varlıklar ilgili kamu kuruluşundan TVF’ye fon içtüzüğünde belirtildiği şekilde devredilir.³⁶⁹ Buna ek olarak TVF portföyünde yer alan taşınmazlar istenildiği takdirde bu ihraca konu edilebilir.³⁷⁰ Ayrıca çalışmamızda önerilen sukuk ihraç modeli için ikinci el piyasa işlemlerinin gerçekleştirilmesi adına önem arz etmektedir.
- İlgili alt fona ait izahname faizsiz finans ilkelerine uygun hale getirilir.
- TVFY A.Ş. tarafından Varlık Kiralama Şirketi kurulur.

³⁶⁹ Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi, “9252 sayılı Gazete, Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi, Fon (İzahname)”, <https://www.ticaret sicil.gov.tr/>, Erişim:17.11.2020

³⁷⁰ TVF’nin 2019 yılı bilançosunda maddi duran varlıklar kalemi 173,5 milyar TL’dir. Proje arsası haricinde diğer duran varlıkların ilgili sukuk ihracına konu edilmesi mümkündür. Buna ek olarak TVF’nin bünyesinde 46 adet taşınmazın bulunduğu açıklanmıştır.

Şekil 3.1. Türkiye Varlık Fonu Aracılığıyla Sukuk Finansman Modeli

İhraç Eden Kuruluş (VKŞ)	TVF Varlık Kiralama A.Ş.
Kaynak Kuruluş	TVF Altyapı Alt Fonu
Garantör	T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı
Sigorta	XYZ Tekafül Sigorta A.Ş.
Sukuk Türü	Hibrit (İstisna+İcare)
Vadesi	10 Yıl
Satışı Gerçekleştirilen Nominal Tutar	2,000,000,000 USD
Kupon Ödeme Periyodu	6 Ayda Bir
Kar Payı/Getiri Oranı Türü	Sabit
İhraç Para Cinsi	USD
Satış Şekli	Yurtdışı Nitelikli Yatırımcıya Satış
İşlem Gördüğü Borsa	Yurtdışı Borsalar
İhracın Amacı	XYZ Köprü projesinin inşa edilmesi amacıyla faizsiz kaynak temini
Sukuk Gelirleri	Altyapı projesine dayalı nakit akışından oluşmaktadır.
Geri Satın alma Opsiyonu	Kaynak Kuruluş ihraç tarihinden itibaren 5 yıllık vade sonunda satın alma hakkını saklı tutmaktadır.



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

1. TVF (Kaynak Kuruluş) tarafından gerçekleştirilecek altyapı projesinin inşa edilmesi amacıyla kurulan VKŞ, kaynak temini için hibrit sukuk ihracı (İcare+İstisna) gerçekleştirir.
2. İhraç sonucunda yatırımcıdan sağlanan gelir VKŞ tarafından tahsil edilir.
3. Yatırımcı ile VKŞ arasında proje ve varlıkların VKŞ tarafından yönetilmesi amacıyla bir “Vekalet Sözleşmesi” imzalanır. Sözleşmeden sonraki süreçte; VKŞ yatırımcılar adına “teminat yöneticisi” (İng. Trust) olarak hareket eder.
4. Altyapı projesinin KK tarafından hayata geçirilmesi için VKŞ ile KK (TVF) arasında sırasıyla “Projenin İstisna Yoluyla İnşa Ettirilmesi için Vekalet”, “İcare”, proje bitiminden sonra yürürlüğe girmek üzere “Satın Alım Taahhüdü” şeklinde üç akit imzalanır. İcare ve/veya satın alma taahhüdü projenin şartlara uygun olarak tamamlanması durumunda KK (TVF) tarafından ya da onun garantörü sıfatıyla T.C. Hazine Bakanlığı tarafından yerine getirileceği şartını içerir.³⁷¹ Bu garanti aynı zamanda ilgili ihraca yarı kamu sukuk ihracı hüviyeti kazandırır.
5. VKŞ’nin TVF’ye verdiği vekaletle dayalı olarak TVF, VKŞ adına yüklenici XYZ firmasıyla alt yüklenici sözleşmesi imzalar.
6. KK ilgili sözleşmelere istinaden yüklenici firmanın projeyi sözleşmede belirlenen şartlarda ve vadesinde teslim etmesini garanti etmek üzere XYZ Tekafül firmasından sigorta ettirmesini talep eder. Buna ek olarak yatırımcıların risklerini azaltmak adına alt yükleniciden belirli derecelendirme notu üzerindeki bankalardan teminat mektubu da talep edebilir.

³⁷¹ T.C. Cumhurbaşkanlığı Mevzuat Bilgi Sistemi, (Çevrimiçi), “4749 Sayılı Kanun Kapsamında Dış Finansman Sağlanmasına İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik, Madde 8”, (Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr/>, 10 Eylül 2021

7. “İleri vadeli icare sözleşmesiyle”³⁷² inşa edilecek projenin kullanım hakkı ihraç gününden itibaren KK’ya kiralanır ve kira ödemeleri ileride oluşacak gelirlerden mahsup edilmek üzere KK’dan tahsil edilir. Bu sözleşme, altyapı yatırım projesinin inşaat aşamasında oluşan ödemesiz dönemde ileri vadeli kiralanana varlık sayesinde kira bedellerinin sertifika sahiplerine ödenmesine imkân sağlar.
8. VKŞ, kiracıdan ara dönem ödemeleri için gelen kira bedellerini sertifika sahiplerine sertifikaları oranında ileride toplam gelirden mahsup edilmek üzere belirtilen takvime göre öder.
9. 4. Maddede yer alan satın alma yönteminin tercih edilmesi durumunda yüklenici firma altyapı projesini anahtar teslim olarak KK’ya, o da VKŞ’ye teslim eder. KK’nın teslim almaması durumunda devreye projede garantör olan T.C. Hazine Bakanlığı devralma işlemini gerçekleştirir.
10. VKŞ tarafından projenin teslimi sonucu tahsil edilen bedel yatırımcılara ödenmek suretiyle sukuk itfa edilmiş olur.

İtfa tarihi ve sonrasında aşağıdaki işlemin gerçekleştirilmesi önerilmektedir:

- İtfa süreci tamamlandıktan sonra TVF tarafından BİST aracılığıyla tamamlanan projenin halka arz işlemi de gerçekleştirilebilir. Bu halka arz ile projeye bireysel ve kurumsal yatırımcının sermaye piyasaları aracılığıyla ulaşması sağlanırken kamu tarafından ilave kaynak temin edilmiş olur.

³⁷² İleri Vadeli Kira Sözleşmesi (*İng. Forward İjarah*): Bu sözleşmede kira bedeli peşin, kiralanacak mülk teslimi vadeli olarak tasarlanmıştır. Kiracı, kira bedellerini önceden ödemekte ve kiraladığı mülkü ise sonradan teslim almaktadır.

SONUÇ

Altyapı yatırım projelerinin gerçekleştirilmesi amacıyla farklı finansman modellerine ve finansman kaynaklarına duyulan ihtiyacın her geçen gün arttığı tespit edilmiştir. Günümüzde klasik faizli finansman modellerinde sıklıkla başvuru bankaların Basel III, IFRS 9 vb. çeşitli düzenlemelerin getirdiği sınırlamalar sebebiyle altyapı yatırımları için ihtiyaç duyulan uzun vadeli kaynak ihtiyacına cevap vermekte zorlandıkları görülmüştür.

Çalışmamızın ilk bölümünde mevcut durumun ve sorunların tespit edilmesi amacıyla Dünya’da ve ülkemizde altyapı yatırımlarında kullanılan 30 farklı faizli ve/veya faizsiz finansman modeli detaylı olarak incelenmiştir.

İkinci bölümde sukuk’un Türkiye’de kamu altyapı yatırımlarının finansmanında uygulanması için mevcut durum ve yürürlükteki yasalar incelenmiştir. Bu veriler ışığında sukukun İslamî prensiplere uygun olarak ülkemizde uygulanması adına karşılaşılan sorunlar ortaya konulmuştur. Bu noktada İslamî prensiplere uygun sukuk finansman modelinin kullanılmasının mevcut yasalar dâhilinde kamu sektöründe özellikle icare sukuk için kısmen mümkün olduğu tespit edilmiştir. Özel sektör ihraçlarında ise İslamî prensiplere uygun sukuk finansman modelinin kullanılmasının mevcut yasalar dâhilinde mümkün olduğu anlaşılmıştır.

Son kısımda ise borçlanan/ihraç eden, yatırımcı, hukuk, vergi/muhasebe ve İslam iktisadı ilkeleri başlığı altında gerçekleştirilen mukayeseli analiz sonucunda varlığa dayalı sukuk finansman modelinin kendine özgü ve ilgili finansman modellerine nazaran öne çıkan özellikleri tespit edilmiştir. Bununla birlikte mevcut uygulanan şekliyle varlık temelli sukuk finansman modelinin birçok açıdan tahvil ile benzeştiği görülmüştür. Ayrıca derinlemesine mülakat tekniği kullanılarak çalışmamız kapsamında başta hukuk ve finans olmak üzere birçok sektörden uzmanla derinlemesine mülakatlar gerçekleştirilmiş ve önemli bulgulara ulaşılmıştır. Ülkemizde faizsiz finans piyasalarının gelişimi, kamu yararı ve özgün yapısı dikkate alınarak sukuk finansman modeli için yeni bir uygulama alanı geliştirilmiş ve bir yöntem önerilmiştir. Bu yöntem ise Türkiye Varlık Fonu tarafından kullanılacak sukuk

finansman modeliyle kamu altyapı yatırım projelerinin finansmanı şeklindedir. “Girişimci devlet” yaklaşımının uygulayıcısı olarak mevcut durumda KÖİ kapsamında sürdürülen altyapı yatırım projelerinin TVF aracılığıyla sukuk finansman modeliyle gerçekleştirilmesinin mümkün olduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte yürürlükte olan yasa ve mevzuatlar kapsamında netleştirilmesi gereken hususlar görülmüştür.

Bu tez çalışması konunun tüm yönleriyle aydınlatıldığı iddiasında değildir. Konunun etraflıca değerlendirilmesi adına daha birçok yeni esere ve akademik çalışmaya ihtiyaç duyulduğu anlaşılmıştır. Bu doğrultuda çalışmamızın bu ihtiyaca katkı sunacağı açıktır.

KAYNAKÇA

- Aassouli, Dalal, vd.: “Green Sukuk, Energy Poverty, and Climate Change: A Roadmap for Sub-Saharan Africa,” **World Bank Policy Research Working Paper**, No. 8680, 2018.
- Adam, Nathif J., Thomas, Abdulkader: **İslamîc bonds: Your guide to issuing, structuring and investing in sukuk**, 1st. Edition, London, Euromoney Books, 2004.
- Aijaz, Ahmad, Alawode, Abayomi: “Mobilizing İslamîc finance for infrastructure public-private partnerships (English),” **World Bank Group**, Washington, D.C., 2017.
- Akgüngör, Sedef, Kuştepelı, Yeşim R.: “Bölgesel sanayi üretimi ve karayolları altyapı harcamaları,” **Dokuz Eylül İşletme Fakültesi Dergisi**, 2010, s.21-33.
- Al-Hassan, Abdullah vd.: “Sovereign wealth funds: Aspects of governance structures and investment management,” **International Monetary Fund**, 2013.
- Alam, Nafis, Duygun, Meryem, Ariss, Rima T.: “Green Sukuk: An Innovation in İslamîc Capital Markets”, **Energy and Finance**, Ed. by. André Dorsman, Özgür A. Ayaydin, Mehmet B. Karan Springer Cham, 2016, pp. 167-185.
- Alam, Nafis, Gupta, Lokesh, Shanmugam, Bala: **İslamîc Finance: A Practical Perspective**, Palgrave Macmillan Publishing, Switzerland, 2017.
- Alper, Fındık Ö.: “Ekonomik Büyümenin Belirleyicileri: Yapısal Kırılmalar Altında Türkiye Örneği”, **Fiscaeconomia**, Vol.3(1), 2019, s. 202-227.
- Ansar, Atif, v.d.: “Does infrastructure investment lead to economic growth or economic fragility? Evidence from China,” **Oxford**

Review of Economic Policy, Vol.32, no:3, 2016, pp. 260-290.

Arıcan, Erişah, vd.: “Proje Finansmanı Kapsamında Proje Bankacılığı ve Türkiye Üzerine Öneriler Araştırma Raporu,” **Türk Asya Stratejik Araştırmalar Merkezi**, Stratejik Rapor No:49, 2013.

Artunkal, Gonca G., Paksoy, Mehmet: “Büyük Altyapı Projeleri- Uluslararası Finans Piyasaları Açısından”, Türk Müteahhitler Birliği Gündem Dergisi, 2013.

Aschauer, David, A.: “Is Public Expenditure Productive?,” **Journal of Monetary Economics**, Vol. 23, No 2, 1989, s.193.; Goldsmith, “The Long-Run Evolution of Infrastructure Services”, pp. 650-673.

Aschauer, David, A.: "Output and Employment Effects of Public Capital," **Economics Working Paper Archive wp_190**, Levy Economics Institute, 1997.

Aşıkoğlu, Rıza: “Türkiye’de 1980 Yılı Sonrası Tahvil Piyasası,” **Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Vol.6, No.1, 1998, s.227-242.

Aydın, Nuran, vd.: **Bankacılık ve Sigortacılığa Giriş**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2012.

Aydın, Nurhan, vd.: **Finansal Yönetim**, Eskişehir, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını, 2007.

Aydın, Yılmaz, vd.: **Finansal Piyasalar ve Kurumlar**, Ed. Aysel Gündoğdu, Seçkin Yayınevi, 2016.

Ayışık, T. Metin: “Kamu altyapı yatırımlarının sermaye piyasası aracılığıyla finansmanı”, SPK 7. Arama Konferansı, Ankara, 2006.

- Bafra, Erdem: **İslami bankacılıkta sukuk (kira sertifikaları) ve uygulaması**, Seçkin Yayıncılık, 2016.
- Bakkal, Süreyya: **Yapılandırılmış finansal araçlar ve aracı kuruluşların kaldırıcı hisse senedi piyasaları**, İstanbul, Hiperlink Yayınları, 2011.
- Bakker, Marie-Renée , Gröss, Alexandra: “Development of non-bank financial institutions and capital markets in European union accession countries,” **World Bank Publications**, No. 28, 2004.
- Bayındır, Servet: “Bir Finansman Yöntemi Olarak Kullanılan Sermaye Ortaklığının İslâm Hukuku Açısından Değerlendirilmesi,” **Usûl İslam Araştırmaları**, Vol.3, No.3, 2016, s.139-157.
- Bayındır, Servet: **Fıkhi ve İktisadi Açidan İslami Finans (Para ve Sermaye Piyasaları)**, Birinci Baskı, İstanbul, Süleymaniye Vakfı Yayınları, 2015.
- Bayındır, Servet: **40 Soruda Sukûk ve Borsa**, Birinci Baskı, İstanbul, İktisat Yayınları, 2021.
- Batt, William H: “Infrastructure: etymology and import,” **Journal of Professional Issues in Engineering**, 110.1, 1984, pp.1-6.
- Becker, Bo, Ivashina, Victoria: “Covenant-light contracts and creditor coordination,” **Riksbank Research Paper Series**, No:149, 2016.
- Benham, Frank, vd.: Master Limited Partnerships (MLPs), **SSRN**, No.2447661, 2014.
- Bielenberg, Aaron, vd.: "Financing change: How to mobilize private-sector financing for sustainable infrastructure," **McKinsey Center for Business and Environment**, 2016.

- Bilen, Bahar: "Sukuk ve muhasebe uygulamaları," **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Vol.8, No.15, 2016, s.249-279.
- Brealey, Richard A., Cooper, Ian A., Habib, Michel A.: "Using project finance to fund infrastructure investments," **Journal of applied corporate finance**, vol. 9.3, 1996, pp. 25-39.
- Brigham, Eugene F., Ehrhardt, Michael C.: **Financial Management: Theory & Practice**, 14th Edition, Cengage Learning, 2013.
- Büyükakın, Figen, Bilal, Ersan: "Finansal Krizlere Karşı Sukukun Uygulanabilirliği Üzerine Bir Değerlendirme," **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Vol. 8, No, 14, 2016, ss. 33-55.
- Büyükakın, Figen, Önyılmaz, Onur: "Faizsiz Finansman Bonosu Sukuk ve Türkiye Uygulamaları," **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Vol.4, 2012, ss.1-16.
- Camacho, Jasper: "İslamîc financing for large infrastructure projects," **Journal of Property Investment and Finance**, vol. 1.2, 2005.
- Croce D., Raffaele, Paula, Joel, Laboul, André: "Infrastructure financing instruments and incentives," **OECD**, 2015.
- Croce D., Raffaele, Sharma, Rajiv: "Pooling of Institutional Investors Capital, Selected Case Studies in Unlisted Equity Infrastructure," **OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions**, No. 38, 2014.
- Çelen, Mustafa, Bali, Bülent: "Altyapı Yatırımlarına Özel Sektör Katılımının Fiyatlama Politikası Üzerine Etkisi," **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 20.1, 2005.

- Çelik, Asım: “Yatırım Fonları ve Türkiye’deki Uygulamaları,” **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Vol.9, 1991, s. 72-86.
- Çizakça, Murat: “Finance and economic development in Islam: A historical perspective and a brief look forward”, **Economic development and İslamîc finance**, Ed. by. Zamir Iqbal, Abbas Mirakhor, The World Bank Publications, 2013.
- Dailami, Mansoor, Leipziger, Danny: “Infrastructure project finance and capital flows: A new perspective,” **World Development**, Vol. 26(7), 1998.
- Davis, Kevin: “Listed infrastructure funds: funding and financial management,” **JASSA**, Vol.1, 43-47, 2009.
- Demetriades, Panicos O., Mamuneas, Theofanis P.: “Intertemporal Output and Employment Effects of Public Infrastructure Capital: Evidence from 12 OECD Economies,” **Economic Journal**, Vol.110, 2000.
- Dong, Feng, vd.: “Stochastic Optimization of Capital Structure in PrivatelyFunded Infrastructure Projects,” **The Journal of Private Equity**, Vol. 15, No.1, 2011, s.36-47.
- Ehlers, Torsten, Packer, Frank: “Green bond finance and certification,” **BIS Quarterly Review**, 2017.
- Ela, Mehmet: “Yeşil Sukuk ve Türkiye’de Uygulanabilirliği,” **Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Vol. 26 No.1, 2019.
- Errico, Luca, Farrahbaksh, Mitra: “İslamîc banking: issues in prudential regulation and supervision,” **IMF Working Paper**, No. 98/30, 1998.
- Erol, Turan, Ozuturk, Deniz D.: “An Alternative Model of Infrastructure Financing Based on Capital Markets: Infrastructure REITS (InfraREITs) in Turkey,” **Journal of Economic Cooperation & Development**, Vol.32, No.3, 2011.

- Fabozzi, Frank J.: **Bond Markets, Analysis and Strategies**, 4th Edition, Prentice Hall Int. Edition, 2000.
- Faizsiz Finans Standartları (AAOIFI): **Faizsiz Finans Standartları (AAOIFI)**, İstanbul, TKBB Yayınları, 2018.
- Fedderke, Johannes, Garlick, Rob: "Infrastructure development and economic growth in South Africa: A review of the accumulated evidence," **Policy paper**, Vol.12, 2008.
- Feldstein, Sylvan G., Fabozzi, Frank J.: **The handbook of municipal bonds**, John Wiley & Sons, 2008.
- Flannery, Sean, Rickerson, Wilson: "Expanding the Investor Base and Lowering the Cost of Capital for Renewable Energy through Master Limited Partnerships," **Prepared for the Union of Concerned Scientist**, 2014.
- Fransen, Lieve, Del Bufalo, Gino, Reviglio, Edoardo: "Boosting investment in social infrastructure in Europe," **Report of the High-Level Task Force on Investing in Social Infrastructure in Europe**, Luxembourg, The Publication Office of the European Union, 2018.
- F. Habib, Syeda: **Fundamentals of İslamîc Finance and Banking**, John Wiley & Sons, 2018.
- Gatti, Stefano: **Project finance in theory and practice: designing, structuring, and financing private and public projects**, Academic Press, 2007.
- Genç, Ömür, Ertuğrul, Erdal: "Altyapı Yatırımlarının Finansmanı," **Türkiye Kalkınma Bankası Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Müdürlüğü**, Ankara, 2007.
- Goldsmith, Hugh: "The Long-Run Evolution of Infrastructure Services," **CESifo Working Paper**, 5073, 2014.

- Gupta, Abhishek, Melas, Dimitris, Suryanarayan, Raghu: “Global Markets and Return Drivers,” **MSCI Analysis for the Ministry of Finance**, Norway, 2016.
- Gündoğdu, Aysel: **Finansal Yönetim Temel Teoriler ve Açıklamalı Örnekler**, Seçkin Yayınevi.
- Gündoğdu, Aysel: Türk Sermaye Piyasasında Yapılandırılmış Yeni Bir Finansal Ürün: Varant, **Sosyal ve Beşerî Bilimler Dergisi**, Vol.4, No.1, 2012, s. 57-65.
- Gülnar, Halil: “Yüksek Hızlı Tren Yatırımlarının Gelir Ortaklığı Senedi ile Finansmanı”, **Uzmanlık Tezi**, Kalkınma Bakanlığı, 2016.
- Gregory, Ingram, Kessides, Christine: "Infrastructure for development," **Finance & Development**, 31.003, 1994.
- Habib, Ahmed: “Contribution of İslamîc Finance to the 2030 Agenda for Sustainable Development”, United Nations Secretariat, 2017.
- Hammâd, Nezi: **İktisâdî Fıkıh Terimleri**, Çev. Recep Ulusoy, İstanbul, İz Yayıncılık, 1996.
- Heintz, James, Pollin, Robert, G. Peltier, Heidi: “How infrastructure investments support the US economy: employment, productivity and growth,” **Political Economy Research Institute (PERI)**, University of Massachusetts Amherst, 2009.
- Hidayat, Sutan E.: “A comparative analysis between asset based and asset backed sukuk: which one is more shariah compliant,” **International SAMANM Journal of Finance and Accounting**, Vol.1, No.2, 2013, s.24-31.

- Hyun Suk, Nishizawa, Toshio, Yoshino, Naoyuki: “Exploring the use of revenue bond for infrastructure financing in Asia,” **JBIC Institute Discussion Paper**, No:15, 2008.
- ISRA: **Sukûk: Principles & Practices**, International Shari’ah Research Academy for İslamîc Finance and Securities Commission Malaysia, Ed. by Beebee Salma Sairally, Marjan Muhammad, Kuala Lumpur, 2017.
- Kaminker, Christopher, vd.: “Institutional Investors and Green Infrastructure Investments: selected case studies,” **OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions**, No. 35, 2013.
- Känel, Müller Oliver: “Mezzanine Finance. Swiss Private Equity & Corporate Finance Association”, 2004.
- Kara, Hacı: “6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu’nun getirdiği yeni düzenlemeler,” **TBB Dergisi**, 2013.
- Kasımoğlu, Murat, Yetgin, Feyzullah, Küçükçolak, Recep A.: “Kira Sertifikaları, Türkiye Tecrübesi ve Bir Vaka Çalışması,” **İstanbul İktisat Dergisi**, Vol. 68, No.1, 2018, s.1-44.
- Kaya, Ferudun: **Finansal Yönetim**, İstanbul, Beta Yayınları, 2015.
- Kerkez, Kerem: “Küresel Ekonominin Yeni Aktörleri Ulusal Varlık Fonları,” **Fiscaoeconomia**, Vol.3, No.1, 2019, s. 1-38.
- Klein, Paul O.: “Legal Environment and Corporate Bonds: The Primal Role of Information,” **SSRN**, 2019.
- Lahsasna, Ahcene, Hassan, M. Kabir, Ahmad, Rubi: **Forward Lease Sukuk in İslamîc Capital Markets**, Palgrave Macmillan, 2018.

- Lem, Lewison L: “Promoting economic development by improving transportation infrastructure for goods movement,” **Jack Faucett Associates**. 2002.
- Lin, Nan: **Foundations of Social Research**, New York, Mcgraw Hill, 1976.
- Ma, Tianze: “Basel III and the future of project finance funding,” **Mich. Bus. & Entrepreneurial L. Rev.**, Vol. 6, Issue.1, 2016.
- Massey, Cabell E.: “Master Limited Partnerships: A Pipeline to Renewable Energy Development,” **U. Colo. L. Rev**, Vol. 87, 1009, 2016.
- Mathews, John A., “Financing climate-friendly energy development through bonds,” **Development Southern Africa**, Vol.29, No.2, 2012, s. 337-349.
- Kidney, Sean:
- Merna, Tony, Njiru, Cyrus: **Financing Infrastructure Projects**, Thomas Telford, 2002.
- Michael J. T., “Shariah-compliant infrastructure and project finance”, **Infrastructure Finance: Trends and Techniques**, Ed. by. Henry A. Davis, Euromoney Institutional Investor, London, 2008.
- McMillen:
- Mirakhor, Abbas, “Funding development infrastructure without leverage: a risk-sharing alternative using innovative Sukuk structures,” **The World Economy**, Vol. 41, No. 3, 2018, ss. 752-762.
- Bacha Ismath, Obiyathulla:
- Moon, John J.: “Public vs. private equity,” **Journal of Applied Corporate Finance**, Vol.18, No.3, 2006, pp. 76-82, s.76.
- Nabi, Golzare, Islam, “Examining Potentials of Sukuk in Financing Infrastructure Projects in Bangladesh,” **Journal of**
- Aminul, Bakar, Rosni:

İslamîc Economics, Banking and Finance, Vol.113, No.5741, 2016, s.122-144.

Niehuss, John: **International Project Finance in a Nutshell**, 2d. Edition, West Academic, 2015.

Nijs, Luc: **Mezzanine financing: tools, applications and total performance**, John Wiley & Sons, 2013, s.3.

Omar, Azmi, Muhamad, **Fundamentals of İslamîc Money and Capital Markets**, Singapore, John Wiley & Sons, 2013.
Abduh, Raditya, Sukmana:

Öcal, Nurcan: “Türkiye’de menkul kıymetleştirme uygulaması, etkileri, sorunlar ve çözüm önerileri,” **Sermaye Piyasası Kurulu**, 1997.

Özdemir, Özlem: “Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahviller Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği, Öneriler,” **Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü**, 1999, s.1-5.

Usmani, Muhammad Taqi: **An Introduction to İslamîc Finance**, The Netherlands: Kluwer Law International, 2002.

Ünal, Oğuz K.: “Anonim Ortaklık Yönetim Kurulunun İmtiyazlı Hisse Senedi Çıkarma Yetkisi,” **Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Vol.4, No.2, 2000.

Parker, David: **The Routledge REITs Research Handbook**, Routledge, 2018.

Pavel, Christine: “Securitization: the analysis and development of the loan-based/asset backed securities markets,” **Probus Professional Pub**, 1989.

- Rupin Pawha, Prashant "Infrastructure Investment Trusts: A Roadmap for
Pranjal, Ananya Growth," **Taxmann's Corporate Professionals**
Mohan, **Today**, vol. 31, 2014.
- Prud'Homme, Remy: "Infrastructure and development", **Annual World Bank
Conference on Development Economics 2005: Lessons
of Experience**, World Bank, Ed. by. François
Bourguignon, Boris Pleskovic, 2005.
- Robinson, Arthur D., "Mezzanine Finance: Overview," **Simpson Thacher &
vd.:** **Bartlett LLP**, 2013.
- Rossi, Emanuele, **Infrastructure Project Finance and Project Bonds in
Stepic, Rok, Europe**, Palgrave Mcmillan, 2015.
Alerassool, Mahvash:
- Rothballer, Christoph, "The risk profile of infrastructure investments:
Kaserer, Christoph: Challenging conventional wisdom," **The Journal of
Structured Finance**, Vol. 18, No.2, 2012.
- Saunders, Anthony, **Financial Markets and Institutions**, 5th edition,
Cornett, Marcia M.: McGraw-Hill/Irwin, 2012.
- Schebera, Jana: "Development of Airfreight Hubs in the Greater Pearl
River Delta: A Competitive Analysis of Guangzhou
Baiyun International Airport and Hong Kong Chek Lap
Kok International Airport," **Phd Thesis**, Diplomica
Verlag, 2006.
- Sevil, Güven: "Sermaye piyasaları ve finansal kurumlar", **Sermaye
Piyasaları ve Finansal Kurumlar**, Ed. by. Vedat
Akıray, Fatih Temizel, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi
Yayınları, 2013.
- Silbernagel, Cory, "Mezzanine Finance," **Bond Capital**, 2006.
Vaitkus, Davis:

- Sobel, Robert: **The Big Board: a history of the New York stock market**, Washington, Beard Books, 2000.
- Suğur, Nadir, vd.: **Sosyolojide Araştırma Yöntem ve Teknikleri**, Ed. Nadir Suğur, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2009.
- Spiegeleer, Jan De, Schoutens, Wim: **The handbook of convertible bonds: Pricing, strategies and risk management**, John Wiley & Sons, 2011.
- Spiegeleer, Jan De, Schoutens, Wim, Van Hulle, Cynthia: **The handbook of hybrid securities: convertible bonds, coco bonds, and bail-in**, John Wiley & Sons, 2014.
- Stewart, Fiona, Yermo, Juan: "Infrastructure investment in new markets: challenges and opportunities for pension funds," **OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions**, No.26, 2012.
- Şahin, Özge Uysal: "Kamu maliyesi-varlık fonu ilişkisi: Türkiye için fırsat mı tehdit mi." **Journal of Awareness (JoA)**, 2, 2017, s 349-379.
- Şener, Oruç H.: **Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku**, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2012.
- Şimşek Hasan, Yıldırım Ali: **Sosyal Bilimlerde Nitel Araştırma Yöntemleri**, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2018.
- Tan, Willie: **Principles of project and infrastructure finance**, 1st edition, New York, Routledge, 2007.
- Tariq, Ali A.: "Managing financial risks of sukuk structures," **Yüksek Lisans Tezi**, Loughborough University, 2004.
- Tirole, Jean: **The Theory of Corporate Finance**, Princeton University Press, 2010.

- Turguttopbaş, Neslihan: “Sürdürülebilirlik, Yeşil Finans ve İlk Türk Yeşil Tahvil İhracı,” **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Vol.12, No.22, 2020, s.267-283.
- Tok, Ahmet: “İslami Finans Sistemi Çerçevesinde Sukuk (İslami Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları ve Türkiye Açısından Değerlendirmeler,” **Sermaye Piyasası Kurulu Hukuk İşleri Dairesi Yeterlik Etüdü**, 2009.
- Tyl, Markus H.: “Mezzanine Capital in Europe: With Special Emphasis on Capital Structure,” **Phd Thesis**, Diplomica Verlag, 2002.
- Ulussever, Talat, Mangır, Fatih, Ertuğrul, Hasan M.: **Ekonominin Yeni Büyüme Gücü Ulusal Varlık Fonları ve Türkiye: Karşılaştırmalı Bir Analiz**, İstanbul, İktisadi Araştırmalar Vakfı İktisadi İşletmesi Yayınları, İstanbul, 2018.
- Vink, Dennis, Thibeault, André E.: "An empirical analysis of asset-backed securitization," **21st Australasian finance & banking conference**, 2008.
- Wagenvoort, Rien, De Nicola, Carlo, Kappeler, Andreas: "Infrastructure finance in Europe: Composition, evolution and crisis impact," **EIB papers**, vol. 15.1, 2010.
- Weber, Barbara, Bisang, Mirjam Staub-Hans, Alfen, Wilhelm: **Infrastructure as an asset class: investment strategy, sustainability, project finance and PPP**, John Wiley & Sons, 2016.
- Wilson, Rodney: **İslamî Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk – Overview of the sukuk market**, Euromoney Books, London, 6-7, 2004.
- Woetzel, Jonathan, vd.: “Bridging Infrastructure Gaps. Has the World Made Progress?,” **McKinsey&Company**, 2017.

Yakar, Soner, Kandır, Serkan Y.: “Türkiye’de Belediyelerin Tahvil İhracı ve Amerika Birleşik Devletleri Uygulaması,” **Maliye Dergisi**, Sayı 162, 2012, s. 430-447.

Yakar, Soner, Kandır, Serkan Y.: “Yeşil Tahvil Piyasaları: Türkiye’de Yeşil Tahvil Piyasasının Geliştirilebilmesi İçin Öneriler,” **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Vol.26, No.2, 2017.

Yanpar, Atila: “Yapılandırılmış finansal araçların sermaye piyasası mevzuatı ve ilgili diğer mevzuat çerçevesinde değerlendirilmesi,” **SPK Aracılık Faaliyetleri Dairesi Yeterlik Etüdü**, Ankara, 2007.

Yardımcıoğlu, Mahmut: “İcare (Finansal Kiralama) İşlemlerinin İslami Muhasebe Standartları Çerçevesinde İncelenmesi,” **Journal of Social and Humanities Sciences Research**, Vol. 3, No. 7, 2016, s. 224-233.

Yescombe, Edward R.: **Public-private partnerships: principles of policy and finance**, Elsevier Science, Oxford, 2007.

EKLER

EK-1: 2012-2020 Yılları Arasındaki Hazine Bakanlığı TL Kira Sertifikası

İhracı Bilgileri

ISIN Kodu	Para Birimi	Valör Tarihi	İtfa Tarihi	Vadesi	Kira Oranı (%)	Kira Ödeme Dönemi	Miktar (Bin TL)
TRD011014T17	TL Cinsi	3.10.2012	1.10.2014	2	3,70	6 Ay	1.624.483
TRD180215T17	TL Cinsi	20.02.2013	18.02.2015	2	2,85	6 Ay	1.515.327
TRD190815T10	TL Cinsi	21.08.2013	19.08.2015	2	4,50	6 Ay	1.817.300
TRD170216T17	TL Cinsi	19.02.2014	17.02.2016	2	5,30	6 Ay	1.332.820
TRD280916T17	TL Cinsi	1.10.2014	28.09.2016	2	4,84	6 Ay	1.839.964
TRD150217T18	TL Cinsi	18.02.2015	15.02.2017	2	3,90	6 Ay	1.801.515
TRD160817T11	TL Cinsi	19.08.2015	16.08.2017	2	4,98	6 Ay	1.588.784
TRD140218T18	TL Cinsi	17.02.2016	14.02.2018	2	5,32	6 Ay	1.900.352
TRD140721T18	TL Cinsi	20.07.2016	14.07.2021	5	4,70	6 Ay	907.500
TRD260918T17	TL Cinsi	28.09.2016	26.09.2018	2	4,40	6 Ay	1.102.839
TRD220921T16*	TL Cinsi	28.09.2016	22.09.2021	5	1,12	6 Ay	1.066.565
TRD211118T18	TL Cinsi	23.11.2016	21.11.2018	2	5,08	6 Ay	1.285.000
TRD130219T18	TL Cinsi	15.02.2017	13.02.2019	2	5,52	6 Ay	2.023.445
TRD190619T18	TL Cinsi	21.06.2017	19.06.2019	2	5,36	6 Ay	503.000
TRD100822T10	TL Cinsi	16.08.2017	10.08.2022	5	5,38	6 Ay	1.183.520
TRD121022T14*	TL Cinsi	18.10.2017	12.10.2022	5	1,40	6 Ay	550.000
TRD120220T16	TL Cinsi	14.02.2018	12.02.2020	2	6,36	6 Ay	1.876.205
TRD070623T16*	TL Cinsi	13.06.2018	7.06.2023	5	1,58	6 Ay	436.600
TRD230920T24	TL Cinsi	26.09.2018	23.09.2020	2	12,20	6 Ay	1.700.000
TRD181120T19	TL Cinsi	21.11.2018	18.11.2020	2	8,95	6 Ay	3.240.870
TRD100221T17	TL Cinsi	13.02.2019	10.02.2021	2	8,80	6 Ay	1.479.130
TRD160621T17	TL Cinsi	19.06.2019	16.06.2021	2	10,55	6 Ay	1.605.960
TRD180821T13	TL Cinsi	21.08.2019	18.08.2021	2	7,40	6 Ay	846.500
TRD301024T10*	TL Cinsi	6.11.2019	30.10.2024	5	1,63	6 Ay	1.721.400
TRD151221T10	TL Cinsi	18.12.2019	15.12.2021	2	5,75	6 Ay	1.948.180
TRD260122T19	TL Cinsi	29.01.2020	26.01.2022	2	4,88	6 Ay	2.925.980
TRD090222T19	TL Cinsi	12.02.2020	9.02.2022	2	4,89	6 Ay	2.204.680
TRD230322T10	TL Cinsi	25.03.2020	23.03.2022	2	5,33	6 Ay	600.000
TRD020425T11*	TL Cinsi	8.04.2020	2.04.2025	5	1,70	6 Ay	1.470.000
TRD281020T26	TL Cinsi	29.04.2020	28.10.2020	0,5	3,82	6 Ay	5.705.200
TRD251023T18*	TL Cinsi	29.04.2020	25.10.2023	4	0,79	6 Ay	9.460.100
TRD111120T16	TL Cinsi	13.05.2020	11.11.2020	0,5	3,83	6 Ay	5.353.600
TRD110522T12	TL Cinsi	13.05.2020	11.05.2022	2	4,70	6 Ay	6.456.530
TRD060722T17	TL Cinsi	8.07.2020	6.07.2022	2	4,75	6 Ay	1.095.920
TRD210824T15	TL Cinsi	26.08.2020	21.08.2024	4	6,80	6 Ay	547.500
TRD170925T19*	TL Cinsi	23.09.2020	17.09.2025	5	0,95	6 Ay	816.000
TRD031225T10	TL Cinsi	9.12.2020	3.12.2025	5	6,60	6 Ay	519.650

(*) TÜFE'ye Endeksli Kira Sertifikası

EK-2: 2020 Yılı Hazine Bakanlığı Döviz Cinsi Kira Sertifikası İhracı Bilgileri

Senet Türü	Etap	ISIN	Talep Toplama Başlangıç Tarihi	Talep Toplama Bitiş Tarihi	Valör Tarihi	İtfa Tarihi	Vadesi	Kira Dönemi	Kira Oranı (Dönem)(%)	İhraçta Kabul Edilen Döviz Miktarı
ABD Doları Cinsi Kira Sertifikası	-	TRD250222F15	26.02.2020	26.02.2020	28.02.2020	25.02.2022	728 gün	6 ay	1,75	1.100.000.000
Avro Cinsi Kira Sertifikası	-	TRD120321F10	12.03.2020	12.03.2020	13.03.2020	12.03.2021	364 gün	6 ay	0,75	255.710.000
Avro Cinsi Kira Sertifikası	-	TRD280521F28	27.05.2020	27.05.2020	29.05.2020	28.05.2021	364 gün	6 ay	1,25	232.754.000
ABD Doları Cinsi Kira Sertifikası	-	TRD280521F10	27.05.2020	27.05.2020	29.05.2020	28.05.2021	364 gün	6 ay	1,75	666.403.000
ABD Doları Cinsi Kira Sertifikası	-	TRD160721F12	14.07.2020	14.07.2020	17.07.2020	16.07.2021	364 gün	6 ay	1,25	160.889.000
* Söz konusu kira sertifikalarının ihracı doğrudan satış yöntemiyle bankalara gerçekleştirilmiştir.										

EK-3: 2020 Yılı Hazine Bakanlığı Altına Dayalı Kira Sertifikası İhracı Bilgileri

Senet Türü	ISIN	Valör Tarihi	İtfa Tarihi	Vadesi	Kira Dönemi	Kira Oranı (Dönem)(%)	İhraçta Kabul Edilen Altın Miktarı (1000/1000 saflık) (Gram)
Altına Dayalı Kira Sertifikası	TRD310122T12	03.02.2020	31.01.2022	728 gün	6 ay	0,38	14.578.740,000
Altına Dayalı Kira Sertifikası	TRD050321T13	06.03.2020	5.03.2021	364 gün	6 ay	0,50	7.514.240,000
Altına Dayalı Kira Sertifikası	TRD160421T19	17.04.2020	16.04.2021	364 gün	6 ay	0,75	6.738.140,000
Altına Dayalı Kira Sertifikası	TRD140521T10	15.05.2020	14.05.2021	364 gün	6 ay	0,75	2.465.610,000
Altına Dayalı Kira Sertifikası	TRD090721T15	10.07.2020	9.07.2021	364 gün	6 ay	0,75	5.597.870,000
Altına Dayalı Kira Sertifikası	TRD081021T11	09.10.2020	8.10.2021	364 gün	6 ay	0,75	14.210.590,000
TOPLAM							51.105.190,000

EK-4: Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun (Kanun No. 6741, Kabul Tarihi: 19/8/2016)

Amaç ve kapsam

MADDE 1 – (1) Bu Kanunun amacı sermaye piyasalarında araç çeşitliliği ve derinliğine katkı sağlamak, yurtiçinde kamuya ait olan varlıkları ekonomiye kazandırmak, dış kaynak temin etmek, stratejik, büyük ölçekli yatırımlara iştirak etmek için Türkiye Varlık Fonu ve bu fona bağlı alt fonları kurmak ve yönetmek üzere Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin (Şirket) kurulması, yönetimi ve faaliyetlerine ilişkin esasları düzenlemektir.

Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin kuruluşu ve faaliyet konusu

MADDE 2 – (1) Başbakanlığa bağlı, ana faaliyet konusu bu Kanunla belirtilen Türkiye Varlık Fonu ve alt fonların kurulması ve yönetimi olan, profesyonel yönetim ilkelerine göre yönetilen, özel hukuk hükümlerine tabi Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi kurulmuştur.

(2) Şirket, bu maddenin yürürlüğe girdiği tarihte başka hiçbir işleme gerek kalmaksızın ticaret siciline resen tescil olunur.

(3) Şirket; stratejik yatırım planında belirtilen hedefler ile likidite, yatırım, risk ve getiri tercihlerini dikkate alarak;

a) Yerli ve yabancı şirketlerin paylarının, Türkiye’de ve yurt dışında kurulan ihraççılara ait payların ve borçlanma araçlarının, kıymetli madenler ve emtiaya dayalı olarak ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının, fon katılma paylarının, türev araçlarının, kira sertifikalarının, gayrimenkul sertifikalarının, özel tasarlanmış yabancı yatırım araçlarının ve diğer araçların alım satımını,

b) Her türlü para piyasası işlemlerini,

c) Gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı haklar ile her türlü gayri maddi hakların değerlendirilmesini,

ç) Her türlü proje geliştirme, projeye dayalı kaynak yaratma, dış proje kredisi sağlama ve diğer yöntemlerle kaynak temini işlemlerini,

d) Her türlü ticari ve finansal faaliyetleri,

ulusal ve uluslararası birincil ve ikincil piyasalarda gerçekleştirilir. Şirket tarafından, ulusal yatırımlar ile uluslararası alanlarda diğer devletler ve/veya yabancı şirketlerce yapılacak yatırımlara iştirak edilebilir.

(4) Şirketin organizasyon yapısında; portföy yönetim birimi, araştırma birimi, muhasebe, kayıt, bilgi ve belge sistemleri ile düzenli iş akışı ve haberleşmeyi sağlayacak organizasyon, iç kontrol ve risk yönetim sistemi ile iç denetim birimi, fon hizmet birimi ile gerekli diğer birimler kurulur. Şirket, faaliyet konularına ilişkin olarak hizmet alımı yapabilir. Şirketin faaliyet konusu ve amacı, sermaye miktarı, payları, payların devir esasları, paylara tanınacak imtiyazlar, tasfiye, devir, birleşme, fesih, organlar, komiteler, bunların oluşumu, görev, yetki ve sorumlulukları ile çalışma usul ve esasları, hesapları ve kârlarının dağıtımı ile teşkilatına ilişkin esaslar ile sair hususların yer aldığı esas sözleşmesi genel hükümlerle bağlı olmaksızın doğrudan tescil ve ilan edilir.

(5) Şirketin 50.000.000 (elli milyon) Türk lirası olan kuruluş sermayesi Özelleştirme Fonundan karşılanır. Tamamı ödenmiş olan bu sermayeyi temsil eden paylar Özelleştirme İdaresi Başkanlığına aittir.

(6) Şirketin hisse senetleri nama yazılıdır.

(7) En az beş kişiden oluşan yönetim kurulu başkan ve üyeleri ile genel müdür Başbakan tarafından atanır. Yönetim kurulu başkan ve üyeleri ile genel müdürün ekonomi, finans, hukuk, maliye ve bankacılık alanlarından en az birinde beş yıldan az olmamak üzere tecrübe sahibi olmaları aranır.

Türkiye Varlık Fonu

MADDE 3 – (1) Şirketin yapısına ve işleyişine ilişkin usul ve esaslar Bakanlar Kurulu tarafından belirlenir. Şirket tarafından hazırlanan Türkiye Varlık Fonu İçtüzüğü’nün ticaret siciline tescili ile Türkiye Varlık Fonu kurulur. Ayrıca gerek görülmesi hâlinde Türkiye Varlık Fonuna bağlı alt fonlar kurulabilir.

(2) Şirket ve bağlı şirketleri ile Türkiye Varlık Fonu ve Türkiye Varlık Fonu bünyesinde kurulacak alt fonları kapsayan üç yıllık stratejik yatırım planı yönetim kurulu tarafından hazırlanır ve Bakanlar Kurulunun onayı ile yürürlüğe girer.

(3) Bu fonların kuruluşu, yapısı, işleyişi, yönetimi ve yapacağı işlemler Türkiye Varlık Fonu İçtüzüğü ile Şirket esas sözleşmesi hükümleri dâhilinde belirlenir.

Türkiye Varlık Fonunun kaynakları ve finansman sağlanması

MADDE 4 – (1) Türkiye Varlık Fonunun kaynakları;

a) Özelleştirme Yüksek Kurulu tarafından; özelleştirme kapsam ve programında bulunan ve Türkiye Varlık Fonuna devrine karar verilen kuruluş ve varlıklar ile Özelleştirme Fonundan Türkiye Varlık Fonuna aktarılmasına karar verilen nakit fazlasından,

b) Kamu kurum ve kuruluşlarının tasarrufu altında bulunan ihtiyaç fazlası gelir, kaynak ve varlıklardan; Bakanlar Kurulu tarafından Türkiye Varlık Fonuna aktarılmasına veya Şirket tarafından yönetilmesine karar verilenlerden,

c) Türkiye Varlık Fonu tarafından yurtiçi ve yurtdışı sermaye ve para piyasalarından ilgili mevzuat kapsamında yer alan izin ve onaylar aranmaksızın sağlanan finansman ve kaynaklardan,

ç) Para ve sermaye piyasaları dışında diğer yöntemlerle sağlanan finansman ve kaynaklardan, oluşur.

(2) Sermaye piyasası aracı ihraçlarında her bir ihraca özgü olarak Şirketin gerek duyması hâlinde 6/12/2012 tarihli ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili mevzuatta öngörülen yöntemler izlenebilir. Bu durumda 6362 sayılı Kanun çerçevesinde Kurul ücreti ödenmez.

(3) Finansman sağlanırken Türkiye Varlık Fonu portföyü üzerinde teminat, rehin, kefalet ve ipotek tesis edilebilir.

(4) Şirket tarafından gayrimenkuller, gayrimenkul projesi veya bir gayrimenkule bağlı hak ve faydaların belli bir tarihteki değeri, bu değeri etkileyen gayrimenkulün niteliği, piyasa ve çevre koşulları analiz edilerek uluslararası alanda kabul görmüş değerlendirme standartları çerçevesinde değerlemek üzere Sermaye Piyasası Kurulu listesinde yer alan gayrimenkul değerlendirme şirketleri ile anlaşılabilir.

Varlık ve hakların Türkiye Varlık Fonu adına tescili

MADDE 5 – (1) Türkiye Varlık Fonuna devredilen varlıklar ve haklar ile Şirket tarafından gerçekleştirilen faaliyetler neticesinde elde edilen tescile tabi olabilen diğer her türlü değer ilgili siciline veya kütüğüne Türkiye Varlık Fonu adına tescil edilir. Türkiye Varlık Fonu, bu madde kapsamındaki tescil işlemleri ile sınırlı olmak üzere tüzel kişiliği haiz addolunur.

Denetim

MADDE 6 – (1) Şirket, Şirket tarafından kurulacak diğer şirketler, Türkiye Varlık Fonu ve Türkiye Varlık Fonu bünyesinde kurulacak alt fonlar bağımsız denetime tabidir. Şirket, 6362 sayılı Kanun kapsamında kurumsal yönetim düzenlemelerine uyar.

(2) Şirket, Şirket tarafından kurulacak diğer şirketler, Türkiye Varlık Fonu ve Türkiye Varlık Fonu bünyesinde kurulacak alt fonların bağımsız denetimden geçmiş yıllık mali tabloları ile faaliyetleri, Başbakan tarafından görevlendirilecek sermaye piyasaları, finans, ekonomi, maliye, bankacılık, kalkınma alanlarında uzman en az üç merkezi denetim elemanı

tarafından bağımsız denetim standartları çerçevesinde denetlenir. Denetim sonucunda hazırlanacak rapor her yıl haziran ayı sonuna kadar Bakanlar Kuruluna sunulur.

(3) Şirket, Şirket tarafından kurulacak diğer şirketler, Türkiye Varlık Fonu ve Türkiye Varlık Fonu bünyesinde kurulacak alt fonların bir önceki yıla ait mali tabloları ile faaliyetleri, her yıl ekim ayında Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan ve Bütçe Komisyonu tarafından, birinci ve ikinci fıkralar kapsamında hazırlanan ve Başbakanlık tarafından gönderilen denetim raporları üzerinden görüşülerek denetlenir.

Türkiye Varlık Fonunun mal varlığının haczi ve rehni

MADDE 7 – (1) Türkiye Varlık Fonunun mal varlığı ile Şirkete yönetilmek üzere devredilen varlık ve haklar, Şirketin mal varlığından ayrıdır. Türkiye Varlık Fonunun mal varlığı, Türkiye Varlık Fonu hesabına olması şartıyla para ve sermaye piyasalarından finansman temin etmek dâhil Türkiye Varlık Fonu ve alt fonların yapmaya yetkili olduğu faaliyetlere ilişkin iş ve işlemler haricinde teminat gösterilemez ve rehnedilemez, başka bir amaçla tasarruf edilemez, kamu alacaklarının tahsili amacı da dâhil olmak üzere haczedilemez, üzerine ihtiyati tedbir konulamaz ve iflas masasına dâhil edilemez. Şirketin üçüncü kişilere olan borçları ve yükümlülükleri ile Türkiye Varlık Fonunun aynı üçüncü kişilerden olan alacakları birbirlerine karşı mahsup edilemez.

Muafiyet ve istisnalar

MADDE 8 – (1) Bu Kanuna göre kurulan Şirket ve Türkiye Varlık Fonu ile Şirket tarafından kurulacak şirketler ve alt fonlar gelir ve kurumlar vergisinden muaftır. Bu muafiyet, bunların kazanç ve iratları üzerinden 31/12/1960 tarihli ve 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu ile 13/6/2006 tarihli ve 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu uyarınca yapılacak vergi kesintilerini de kapsar.

(2) Şirket ve Türkiye Varlık Fonu ile Şirket tarafından kurulacak şirketler ve alt fonlar, elektrik ve havagazı tüketim vergisi ve yangın sigortası vergisi hariç olmak üzere 26/5/1981 tarihli ve 2464 sayılı Belediye Gelirleri Kanunu gereğince alınan vergi, harç, katılma payı ile tasdik ücretlerinden, sahip olduğu taşınmazlar dolayısıyla emlak vergisinden, satın alınan ve satılan taşınmazlar ile ilgili olarak tapu ve kadastro döner sermaye bedellerinden ve her türlü dava ve icra işlemlerinde teminat yatırma mükellefiyetlerinden muaftır.

(3) Şirket ve Türkiye Varlık Fonu ile Şirket tarafından kurulacak şirketler ve alt fonların kuruluş ve tescil işlemleri ile esas sözleşmesinin tescil ve ilan işlemleri de dâhil olmak üzere faaliyetleri kapsamında gerçekleştirdikleri işlemlerle ilgili düzenlenen tüm kâğıtlar damga vergisinden, tüm iş ve işlemleri her türlü harçtan, her ne nam adı altında olursa olsun nakden veya hesaben banka ve sigorta muameleleri vergisi mükelleflerine ödedikleri tutarlar ile her ne nam adı altında olursa olsun nakden veya hesaben lehe aldıkları paralar banka ve sigorta muameleleri vergisinden, her türlü kredi kullanım işlemleri kaynak kullanımını destekleme fonundan istisnadır.

(4) Şirket ve Türkiye Varlık Fonu ile Şirket tarafından kurulacak şirketler ve alt fonlar, kamu iktisadi teşebbüsleri de dâhil, sermayesinin yarısından fazlası kamuya ait olan veya özel kanunla kurulan kamu kurum, kuruluş ve ortaklıklarına uygulanan mevzuat, uygulama ve kısıtlamalara tabi değildir.

(5) 3/12/2010 tarihli ve 6085 sayılı Sayıştay Kanunu, 6362 sayılı Kanun ile bu Kanun uyarınca yürürlüğe konulan ikincil mevzuat, 8/6/1984 tarihli ve 233 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname, 22/1/1990 tarihli ve 399 sayılı Kamu

İktisadi Teşebbüsleri Personel Rejiminin Düzenlenmesi ve 233 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamenin Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun Hükmünde Kararname, 14/7/1965 tarihli ve 657 sayılı Devlet Memurları Kanunu, 4/7/2001 tarihli ve 631 sayılı Memurlar ve Diğer Kamu Görevlilerinin Mali ve Sosyal Haklarında Düzenlemeler ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun Hükmünde Kararname, 13/12/1983 tarihli ve 190 sayılı Genel Kadro ve Usulü Hakkında Kanun Hükmünde Kararname, 18/5/1994 tarihli ve 527 sayılı Memurlar ve Diğer Kamu Görevlileri ile İlgili Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Hükmünde Kararname, 10/2/1954 tarihli ve 6245 sayılı Harcırah Kanunu, 2/4/1987 tarihli ve 3346 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri ile Fonların Türkiye Büyük Millet Meclisince Denetlenmesinin Düzenlenmesi Hakkında Kanun, 4/1/2002 tarihli ve 4734 sayılı Kamu İhale Kanunu, 5/1/2002 tarihli ve 4735 sayılı Kamu İhale Sözleşmeleri Kanunu, 8/9/1983 tarihli ve 2886 sayılı Devlet İhale Kanunu, 5/1/1961 tarihli ve 237 sayılı Taşıt Kanunu, 9/11/1983 tarihli ve 2946 sayılı Kamu Konutları Kanunu, 2/1/1961 tarihli ve 195 sayılı Basın-İlân Kurumu Teşkiline Dair Kanun, 7/12/1994 tarihli ve 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun, 24/11/1994 tarihli ve 4046 sayılı Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanun ile bunların ek ve değişikliklerine ilişkin hükümler Türkiye Varlık Fonu ve Şirket ile alt fonlar ve Şirket tarafından kurulan diğer şirketler hakkında uygulanmaz. Kamu kurum ve kuruluşlarına personel alınmasına dair ilgili mevzuat hükümleri Şirket tarafından istihdam edilecek personel hakkında uygulanmaz.

(6) Şirket tarafından kurulacak varlık kiralama şirketleri 28/3/2002 tarihli ve 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanunun 7/A maddesi çerçevesinde kurulan varlık kiralama şirketlerine tanınan tüm hak, istisna, indirim ve muafiyetlerden yararlanır. Bu madde uyarınca kurulan varlık kiralama şirketleri, ihraç etmiş oldukları menkul kıymetlere ilişkin, ihraççıların tabi olduğu Borsa İstanbul Anonim Şirketine ödenmesi gereken kayıt ücreti ve kotasyon ücretinden muaftır.

MADDE 9 – 25/10/1984 tarihli ve 3065 sayılı Katma Değer Vergisi Kanununun 17 nci maddesinin 4 numaralı fıkrasına (ı) bendinden sonra gelmek üzere aşağıdaki (i) bendi eklenmiştir.

“i) Varlık ve hakların, Türkiye Varlık Fonu ve alt fonlara devri ile bu varlık ve hakların Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi tarafından yönetilmesi suretiyle yapılan teslim ve hizmetler,

Bu bent kapsamında istisna edilen işlemler bakımından, 30 uncu maddenin birinci fıkrasının (a) bendi hükmü uygulanmaz.”

MADDE 10 – 28/3/2002 tarihli ve 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanunun 8 inci maddesinin onuncu fıkrasına “Kamu mevduat bankaları ile özel yatırım ve kalkınma bankaları” ibaresinden sonra gelmek üzere “, Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi ve Türkiye Varlık Fonu ile bunların finansman temini amacı ile kuracakları fon ve şirketler” ibaresi eklenmiştir.

MADDE 11 – 4749 sayılı Kanunun 12 nci maddesinin dördüncü fıkrasının ikinci cümlesine “Kamu bankaları,” ibaresinden sonra gelmek üzere “Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi ve Türkiye Varlık Fonu ile bunların finansman temini amacı ile kuracakları fon ve şirketler,” ibaresi eklenmiştir.

MADDE 12 – (1) Bu Kanun yayımı tarihinde yürürlüğe girer.

MADDE 13 – (1) Bu Kanun hükümlerini Bakanlar Kurulu yürütür.

EK-5: Bireysel Emeklilik Sistemi, Otomatik Katılım Uygulama Esasları

Standart Fon

Bir yılını dolduran ve herhangi bir fon tercihinde bulunmayan çalışanların birikimleri başlangıçtaki “faiz içeren” ve “faiz içermeyen” fon tercihlerine göre standart fonda yatırıma yönlendirilir.

Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelik (Yönetmelik)’te yer alan “işveren grup emeklilik sözleşmeleri”nde standart fonun sunulması zorunlu değildir.

Standart fon olarak tanımlanan fon portföyünün;

2. Asgari yüzde ellisi; Müsteşarlıkça ihraç edilen Türk Lirası cinsinden borçlanma araçlarında, gelir ortaklığı senetlerinde veya kira sertifikalarında yatırıma yönlendirilir.
3. Asgari yüzde onu;

3.1 Girişim sermayesi yatırım fonu katılma paylarında,

3.2 Gayrimenkul yatırım fonu katılma paylarında,

3.3 Türkiye Varlık Fonu’nda ve/veya altyapı projelerine yatırım amacıyla kurulmuş şirketlerin ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarında,

ç. Müsteşarlıkça uygun görülen diğer sermaye piyasası araçlarında,

yatırıma yönlendirilir. Girişim sermayesi yatırım fonu katılma paylarında yatırıma yönlendirilen tutar toplam fon portföyünün yüzde birinden az olamaz. Türkiye Varlık Fonu için herhangi bir yoğunlaşma sınırı uygulanmaz. Ayrıca, bu fıkra kapsamındaki sermaye piyasası araçları için borsa ve/veya organize piyasalarda işlem görme şartı aranmaz.

4. Azami yüzde otuzu; ters repoda, Takasbank ve/veya yurt içi organize para piyasası işlemlerinde, borsada işlem görmesi kaydıyla bankalar veya yatırım yapılabilir seviyede derecelendirme notuna sahip olan diğer ihraççılar tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarında ve niteliği itibari ile borçlanma aracı olduğu Sermaye Piyasası Kurulunca (Kurul) kabul edilecek sermaye piyasası araçlarında, Kurul tarafından izahnamesi/ihraç belgesi onaylanan kira sertifikalarında ya da BIST 100, BIST sürdürülebilirlik endeksi ve Borsa İstanbul A.Ş. tarafından hesaplanan katılım endekslerindeki paylarda, kıymetli madenlerde, kıymetli madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarında, yatırım fonu katılma paylarında, yatırım ortaklığı paylarında, ipotek ve varlık teminatlı menkul kıymetlerde, ipoteğe ve varlığa dayalı menkul kıymetlerde, aracı kuruluş ve ortaklık varantlarında, vaad sözleşmelerinde ve Müsteşarlıkça uygun bulunan diğer yatırım araçlarında yatırıma yönlendirilir.

Şu kadar ki ters repo ve Takasbank ve/veya yurtiçi organize para piyasası işlemlerinde değerlendirilecek tutar fon portföyünün yüzde ikisini aşamaz.

5. Azami yüzde kırkı; Türk Lirası cinsinden mevduatta ve katılma hesabında yatırıma yönlendirilir. Mevduat/katılma hesabında yatırıma yönlendirilen tutarın asgari yüzde onu altı ay ve daha uzun vadeli mevduat/katılma hesaplarında değerlendirilir.

ÖZGEÇMİŞ

Erhan Bahtiyar, ilköğrenimini Ordu, Altınfindık İlkokulu'nda tamamladıktan sonra Ordu Anadolu Lise'sinde orta öğrenimine başladı. Ortaokul ve Lise öğrenimini Ordu Altaş Koleji'nde tamamladı. 2009 yılında Yeditepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İngilizce İşletme Bölümü'nden (%100 Burslu) onur derecesiyle mezun oldu. 2011 yılında Bilgi Üniversitesi, Lisanüstü Programlar Enstitüsü, İşletme Yüksek Lisans (M.B.A) bölümünden mezun oldu. 2015 yılında İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İslam İktisadı ve Finansı alanında doktora öğrenimine başladı.

Erhan Bahtiyar, 2009 yılında KuveytTürk Katılım Bankası A.Ş.'de çalışma hayatına başladı. KuveytTürk Katılım Bankası bünyesinde birçok birimde görev yaptıktan sonra halen aynı banka bünyesinde İşletme Pazarlama Müdürü olarak görevine devam etmektedir. İyi derecede İngilizce bilen Bahtiyar, evli ve bir çocuk babasıdır.