

# Katılım Bankalarında Hazine Ürünleri ve Sermaye Piyasası Uygulamaları

Kenan Dede

**TKBB**  
YAYINLARI



**KATILIM BANKALARINDA  
HAZİNE ÜRÜNLERİ  
VE  
SERMAYE PİYASASI UYGULAMALARI**

**KENAN DEDE**

İSTANBUL, 2017

TKBB Yayınları, Yayın No: 5

Katılım Bankalarında Hazine Ürünleri ve  
Sermaye Piyasası Uygulamaları

**Yazarı**

Kenan Dede

İstanbul 2017

**Tasarım ve grafik uygulama**

Tayburn

**Baskı Cilt**

Erkam Matbaası

**TKBB**

**İletişim Adresi**

Türkiye Katılım Bankaları Birliği  
Kısıklı Caddesi No: 22 34662 Altunizade  
Üsküdar / İstanbul  
Tel: 0216 651 94 35 (Pbx) Faks: 0216 651 94 39  
www.tkbb.org.tr



Kitapta yayınlanan eserin sorumluluğu Müellifine aittir.

# Takdim

Dünyada İslami Bankacılık, Türkiye’de Faizsiz Finans, Katılım Bankacılığı olarak bilinen iş modeli; dünyada yaklaşık 70 yıllık, Türkiye’de ise 30 yılı aşkın bir birikime sahiptir. Bankacılık sektörünün ve bilhassa Katılım bankalarının son 15 yıl içinde çok hızlı büyümesiyle bu kuruluşların uygulamadaki birikimleri hakkında daha çok akademik çalışmalar, yayınlar, konferanslar yapılmakta ve bu alanda önemli gelişmeler kaydedilmektedir.

Katılım bankacılığı ile ilgili pek çok yayın olmasına rağmen, bu yayınlar daha çok katılım bankacılığının genel işleyişi, ürünleri ve fıkhi taraflarıyla ilgilidir. Katılım Bankaları’nda Hazine Ürünleri ve Sermaye Piyasası Uygulamaları, bu manada, çok önemli bir ihtiyacın ürünüdür. İslam Ekonomisi ve Finansı alanındaki lisans, yüksek lisans ve doktora programları artarken genelden çok katılım bankacılığının farklı fonksiyonları ve uzmanlık alanlarıyla ilgili eserlere ihtiyaç vardır.

Elinizdeki eser, konuyla ilgili mevzuat uygulamaları ve fıkhi yaklaşımlar/standartlar ile bankacılık, finans, muhasebe uygulamalarını uyumlaştırmaya çalışan geniş bir perspektife sahiptir. Bu anlamda kitap; hazine ürünleri ve sermaye piyasası uygulamaları konusunda doyurucu bilgi verirken, faizsiz finansın konvansiyonel finanstan farklılığını öğrenmek isteyen sektör çalışanları ve konuya ilgi duyanlar için de derlenmiş değerli bir kaynaktır. Sektörle ilgili çalışma yapanların bilgi ihtiyacının karşılanmasının yanısıra konuyla ilgili yapılan işlemlerde sektörde bir yeknesaklık oluşturulmasına da katkı yapacağını düşünüyorum.

Kıymetli meslekdaşım Kenan Dede, katılım bankacılığı sektörüne gerçekten gönül vermiş ve uzun yıllara dayanan tecrübe ve bilgi birikimini yoğun emek harcayarak hazırladığı bu değerli kitabında sergilemiştir. Bütün kalbimle, çalışmanın sektörün gelişmesi ve daha iyi bir yolda sağlam adımlarla ilerlemesine katkı vermesini dilerim.

Dr. Ahmet Albayrak  
Kuveyt Türk Katılım Bankası, Genel Müdür Yardımcısı

## KENAN DEDE

---

1982 Ardahan doğumlu olan Kenan Dede, 2004 yılında Yıldız Teknik Üniversitesi İşletme Bölümü'nden mezun oldu. 2015 yılında Bahçeşehir Üniversitesinde Sermaye Piyasaları ve Finans bölümünde "Treasury and Capital Markets in Participation Banks" başlıklı tez ile Yüksek Lisans derecesini aldı. SMMM, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey-3, Türev Araçlar, Kredi Derecelendirme, Gayrimenkul Değerleme, BES lisansları bulunan Kenan Dede ileri düzeyde İngilizce bilmektedir.

Sermaye piyasaları (yatırım kuruluşu), kuyumculuk sektörü ve dış ticaret gibi çeşitli alanlarda kısa süreli çalıştıktan sonra 2008 yılında Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş.'de Denetçi Yardımcısı olarak Kuveyt Türk ailesine katılmıştır. 2012-2015 yılları arasında Hazine biriminde çeşitli pozisyonlarda görev aldıktan sonra, 2015 Temmuz ayı itibari ile Kuveyt Türk iştiraki KT Portföy Yönetimi A.Ş.'ye İç Denetim Müdürü olarak atanmıştır.

Çalışma hayatı süresince denetim, hazine, sermaye piyasaları, altın ve İslami Finans ile ilgili çeşitli tecrübeler edinmiştir. İslami Bankacılığın geliştirilmesi amacıyla BDDK, SPK, TCMB, BİST ile yapılan çalışmalarda Katılım Bankalar Birliği çatısı altında görevlendirilmiştir. BDDK'nın "İslami Bankacılık ve Altın Bankacılığı" çalışmalarında aktif görev almıştır. Edindiği teorik ve pratik bilgileri gerek Kuveyt Türk gerekse de TKBB çatısı altında çeşitli eğitimler ve seminerler ile katılımcılara aktarmaya çalışmıştır. Kuveyt Türk bünyesinde SPL Lisanslama Dersleri (Yatırım Kuruluşları, Takas ve Operasyon, Sermaye Piyasası Araçları, Sermaye Piyasası Mevzuatı, Menkul Kıymetler, Vergi Mevzuatı), Temel Bankacılık, Altın, Yatırım Fonları, Hazine Ürünleri gibi çeşitli konularda kurum eğitmeni olup bu alanlarda eğitimler vermektedir. Ayrıca TKBB bünyesinde Hazine ve Sermaye Piyasası Ürünleri ile Sukuk gibi konularda eğitimler vermektedir.

# Önsöz

İslami finansın hem Türkiye’de hem de Dünya’da gelişmesiyle beraber bu alana duyulan ilgi artmaya başlamıştır. Başvurulacak kaynak sayısı ve çeşitliliği, sektördeki yetişmiş insan sayısını pozitif etkileyecektir. Bu çeşitliliğin ve kaynak sayısının fazla olduğu Malezya’daki İslami Bankacılık sistemi mevzuat, eğitim, organizasyon gibi noktalarda eksikliklerini tamamlamış ve diğer ülkelerdeki faizsiz bankacılık sistemlerine göre çok daha ön plana çıkmıştır. Bu kitabın, ülkemizde bu alanda yapılacak çalışma sayısının ve daha da önemlisi çeşitliliğin artmasına ve dolayısıyla sistemin sağlıklı büyümesine katkı sağlayacağını umut ediyorum.

Kitap iki ana bölüm olarak ele alınmıştır. Birinci bölümde, katılım bankaları hazine birimlerinin yürütmüş olduğu para piyasası ile döviz ve kıymetli maden piyasası işlemleri teorik ve pratik şekilde anlatılmıştır: katılım bankalarının nakitlerini değerlendirme yöntemleri, kira sertifikaları ile döviz alım-satım işlemleri ve kıymetli madenler özelinde –altın- detaylı olarak ele alınmıştır. İkinci bölümde ise katılım bankalarının aracı kurumlar üzerinden gerçekleştirmiş olduğu hisse senedi alım-satım işlemleri ile portföy yönetim şirketlerinin yönettiği yatırım ve emeklilik fonları ele alınmıştır. Hisse senetleri ve yatırım fonları ana hatları ile ele alınarak bu ürünlerin hangi yönleriyle faizsizlik kriterlerini karşıladığı üzerinde durulmuştur. Hazine ve sermaye piyasası işlemleri tek bir kitapta bir araya getirilmek suretiyle, faizsiz finansal piyasalarda yapılan tüm işlemlerin bütüncül bir perspektifle ele alınması sağlanmıştır.

12 yılı aşkın iş hayatımın yaklaşık on yılı Kuveyt Türk Katılım Bankası bünyesinde çeşitli departmanlarda ve iştiraki olan KT Portföy’de geçti. Öncesinde; bir aracı kurumda, sermaye piyasalarını (hisse senetleri, borsa, sabit getirili menkul kıymetler, türev ürünler vs); kuyumculuk sektöründe ise kıymetli madenler ve özellikle altın ile ilgili bilgi ve tecrübeler edinme fırsatı buldum. Yaklaşık iki yıl yoğun şekilde hazırlanmış olduğum kamu kurumu sınavları sonucunda hukuk, iktisat, muhasebe, finans, maliye gibi çeşitli konularda teorik altyapımı geliştirdim. Kuveyt Türk Katılım Bankası’nda hazine ve sermaye piyasası ürünleri üzerine yaptığım çalışma ve araştırmalar, KT Portföy’ün kuruluşu ve takip eden süreçte pekiştirme fırsatı buldum. Bu tecrübelerim sonucunda Bankamda ve Katılım Bankaları Birliği (TKBB) bünyesinde SPL lisanslama, Bankacılık, Sukuk, Hazine Ürünleri, Altın vb. konularında çeşitli eğitim ve seminerler verdim. Mesleki ve teorik bilgilerimi, beş yıla aşkın süredir beraber çalıştığım değerli Kuveyt Türk danışma kurulu üyelerinden edindiğim fıkhi bilgilerle de harmanlayarak bu eseri tamamlama fırsatı buldum.

Sonuç olarak Allah hiçbir bilgiyi zayi ettirmediği gibi ileride bunları kullanabilme fırsatı sunmaktadır. Bize bu fırsatı veren Rabbimize sonsuz hamd-ü senâlar olsun, şüphesiz ki hatasız olan yalnızca Allah Teâlâ’dır.



# Teşekkürler

Çalışmama desteklerini esirgemeyerek büyük katma değer sağlayan kadim dostum Mahmut Taha Erođlu'na,

Kitap olarak sektöre sunma düşüncesi ile başladığım yüksek lisans tezi çalışması süresince kıymetli destekleri için Yrd. Doç. Dr. Ayşe Dilara Altıok hocama,

Fikhi konularda bilgi edinmemi sağlayan ve her türlü yardımı gösteren değerli Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş Murakabeleri İsmail Halitođlu, Mehmet Odabaşı ve Ali Öztürk Bey'lere

Çalışmamın bankacılık bölümünü (1-3.bölüm) inceleyip desteğini ve engin bilgisini esirgemeyen değerli üstadım Av. Bekir Halaçođlu'na

Çalışmamın sermaye piyasaları bölümünü (4. ve 5. bölüm) inceleyip engin tecrübelerini ve bilgisini sunan değerli büyüğüm, meslektaşım Sayın Avşar Sungurlu Bey'e,

Çalışma hayatımda her türlü kolaylığı sağlayan ve hoşgörü gösteren Dr. Ahmet Albayrak ile eski yöneticilerim Yavuz Yeter, Hamit Kütük Bey'e ve beraber çalıştığım proje ekibi ile KT Portföy Genel Müdürü Tayfun Özkan Bey ve ekibine,

Bu alanda bilgi edinmemi sağlayan Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş ve kitap olarak basılmasını sağlayan Türkiye Katılım Bankaları Birliğine,

Sonsuz saygı ve sevgilerimi sunarım.



*Anne ve Babama,*

## İÇİNDEKİLER

1. GİRİŞ	14
2. PARA PİYASASI ÜRÜNLERİ	24
2.1 PARA PİYASALARI	24
2.2 KATILIM BANKACILIĞI PARA PİYASASI ÜRÜNLERİ	25
2.2.1 Mal Murabahası İşlemleri (Commodity Murabaha)	25
2.2.1.1 Mal Murabahası İşlemlerinin BIST'te Yapılabilmesi	27
2.2.1.2 Mal Murabahası İşlemlerinin Türk Bankaları ile Yapılması	29
2.2.2 Teminatlandırılmış Mal Murabahası (Collateral Commodity Murabaha)	31
2.2.3 Swap (Değiş-Tokuş) İşlemleri	36
2.2.4 Kârlı ve Çapraz Kurlu Swap İşlemleri (Profit Rate ve Cross Currency Swap)	38
2.2.5 Sukuk - Kira Sertifikaları	44
2.2.5.1 Sukuk Tanımı	44
2.2.5.2 Sukuk ile Bono Arasındaki Farklar	44
2.2.5.3 Sukuk Çeşitleri	46
2.2.5.3.1. Sözleşme Türlerine Göre Sınıflandırma	47
2.2.5.3.1.1 Satış Sözleşmesine Dayalı Sukuk Çeşitleri	47
2.2.5.3.1.2 Kira Sözleşmesine Dayalı Sukuk Çeşitleri	50
2.2.5.3.1.3 Ortaklık Sözleşmesine Dayalı Sukuk Çeşitleri	52
2.2.5.3.1.4 Vekâlet (Wakala) Sözleşmesine Dayalı Sukuk Çeşitleri	55
2.2.5.3.2 Ticari İşlevine Göre Sınıflandırma	55
2.2.5.3.3 Varlığı Temsil Gücüne Göre Sınıflandırma	56
2.2.5.4 Sukuk Riskleri	57
2.2.5.5 Dünyada Sukuk Piyasası	65
2.2.5.6 Türkiye Sukuk Piyasası	71
2.2.5.7 Türkiye'de Kira Sertifikası Düzenlemeleri	76
2.2.5.8 Varlık Kiralama Şirketleri (VKŞ)	91
2.2.6 TCMB API İşlemleri (Kira Sertifikalı)	94
2.2.7 Müşterilerle Kira Sertifikaları Geri Alım Vaadli Satım	97
2.2.8 Kira Sertifikası Taahhütlü İşlemler Pazarı	99
2.2.9 Uluslararası İslami Likidite Yönetimi Kuruluşu (IILM)	102
2.2.10 Vekâlet (Wakala)	105
3. DÖVİZ PİYASALARI	108
3.1 GENEL TANIMLAR	108
3.2 DÖVİZ PİYASALARI ÜRÜNLERİ	110
3.2.1 Spot Döviz Piyasaları	110
3.2.2 Forward	113
3.2.3 Foreks Piyasaları	115
3.2.4 Kıymetli Madenler	118
3.2.5 Hazine Platformları	124

4. HİSSE SENETLERİ (PAYLAR)	126
4.1 GENEL TANIMLAMALAR	126
4.2 İSLAMI ESASLARA GÖRE FAALİYET GÖSTEREN ŞİRKETLERİN HİSSE SENETLERİ VE BU HİSSE SENETLERİNİN BELİRLENME YÖNTEMLERİ	127
4.2.1 Faaliyet Alanlarına Göre İnceleme	128
4.2.2 Finansal Oranlarına Göre İnceleme	128
4.2.3 Bilançodaki Borçluluk Oranı (%30)	130
4.2.4 Örnek Firma Uygulaması	131
4.2.5 Katılım Bankalarında Hisse Senedi İşlemleri	141
4.3 HİSSE SENEDİ PAZARLARI VE ALIM-SATIM KURALLARI	150
5. YATIRIM FONLARI	160
5.1 GENEL OLARAK YATIRIM FONLARI	161
5.2 YATIRIM FONU ÇEŞİTLERİ	166
5.2.1 Menkul Kıymet Yatırım Fonları	166
5.2.1.1 Portföy Sınırlamalarına İlişkin Esaslar	175
5.2.1.2 Yatırım Fonlarında Risk Sınıflandırılması	178
5.2.2 Borsa Yatırım Fonları	180
5.2.3 Serbest Yatırım Fonları	182
5.2.4 Yabancı Yatırım Fonları	185
5.2.5 Gayrimenkul Yatırım Fonları	185
5.2.5.1 Gayrimenkul Sertifikaları	189
5.2.5.2 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	191
5.2.6 Girişim Sermayesi Yatırım Fonları	192
5.3 YATIRIM FONLARI TEMEL İLKELERİ	200
5.4 YATIRIM FONLARININ FAYDALARI	201
5.5 TEFAS (TÜRKİYE ELEKTRONİK FON DAĞITIM PLATFORMU)	205
5.6 SERMAYE PİYASASI ARAÇLARININ SATIŞI	207
5.6.1 Müşteri Sınıflandırılması	208
5.6.2 Uygunluk Testi	210
5.7 KATILIM BANKALARINDA YATIRIM FONLARI	213
5.8 İSLAMI SİGORTACILIK	231
5.8.1 BES (Bireysel Emeklilik Sistemi)	232
5.8.2 İslami Sigortacılık (Tekafül)	244
6. VERİ VE YÖNTEM	248
7. SONUÇ	254
EK/1 AÇIK PİYASA İŞLEMLERİ ÇERÇEVE SÖZLEŞMESİ (OPSİYONLU)	262
EK/2 UYGUNLUK TESTİ	266
EK/3 Yatırım Fonları ve Kira Sertifikaları Vergilendirme	270
KAYNAKÇA	275

## TABLolar

---

Tablo 1.1:	Sektör aktif büyüklük (TL)	21
Tablo 1.2:	Menkul kıymet oranları	21
Tablo 2.1:	Sukuk-Bono arasındaki farklar	45
Tablo 2.2:	İcare sukuk sözleşmeleri	52
Tablo 2.3:	İhraç edilmiş kira sertifikaları	72
Tablo 2.4:	İhraçlara katılan piyasa yapıcı bankalar	104
Tablo 4.1:	BİST hisse senetleri piyasa değerleri	142
Tablo 4.2:	BİST – Sektör bazında piyasa değeri	144
Tablo 4.3:	Hisse senedi piyasa değeri ve işlem hacmi konsantrasyonu	145
Tablo 4.4:	BİST'te faizsiz finans ilkelerine uygun önemli hisse senetleri (bin-TL)	147
Tablo 4.5:	BİST pay piyasası pazarları	153
Tablo 4.6:	BİST'te işlem gören faizsiz finans esaslarına uygun ilk 50 hisse senetleri	155
Tablo 5.1:	Fon toplam gider kesintisi oranı	163
Tablo 5.2:	Yatırım fonları risk seviyesi	178
Tablo 5.3:	Borsa yatırım fonları işlem hacimleri	182
Tablo 5.4:	Yatırım fonlarının sınıflandırılması	198
Tablo 5.5:	TEFAS'ta alım-satımı yapılabilecek fonlar	206
Tablo 5.6:	Faizsiz yatırım fonları ve büyüklükleri (2015)	220
Tablo 5.7:	Faizsiz emeklilik fon adet ve büyüklükleri (milyar TL)	220
Tablo 5.8:	TEFAS'ta işlem gören faizsiz yatırım fonları ve büyüklükleri (2017 Nisan)	221
Tablo 5.9:	Yatırım fonları büyüklükleri	225
Tablo 5.10:	Yatırım fonları sayısı (www.tspb.org.tr)	229
Tablo 5.11:	Yatırım Fonları net aktif değeri (milyar dolar) (www.tspb.org.tr)	230
Tablo 5.12:	BES faizsiz fon pazarı (Nisan 2017)	242
Tablo 6.1:	Katılım bankaları verileri	251
Tablo 6.2:	Analiz sonuçları	252

## ŞEKİLLER

Şekil 1.1:	Katılım bankalarının son 10 yıllık büyüme seyri	22
Şekil 1.2:	Katılım bankalarının sektör payları seyri	22
Şekil 1.3:	Dünyada İslami bankacılık	23
Şekil 2.1:	Mal murabahası süreci	25
Şekil 2.2:	Mal murabahası süreci - Türkiye’de yerleşik kuruluşlar ile	30
Şekil 2.3:	Mal (commodity) murabahası işleminin işleyişi	33
Şekil 2.4:	Murabaha ve sukuk işlemi	34
Şekil 2.5:	Kârlı swap işleminin (PRS) bilançoya etkisi	39
Şekil 2.6:	Örnek ürün şekilsel gösterimi	39
Şekil 2.7:	Çapraz kurlu swap (CCS) işlem örneği	41
Şekil 2.8:	Murabaha sukuk yapısı	48
Şekil 2.9:	İcare sukuk yapısı	51
Şekil 2.10:	Mudarebe sukuk yapısı	53
Şekil 2.11:	Muşareke sukuk yapısı	54
Şekil 2.12:	Global sukuk ihraçları-Para birimi bazında (2013)	66
Şekil 2.13:	Global sukuk ihraçları – Yıllık ihraç miktarı (2001-2015)	67
Şekil 2.14:	Global sukuk ihraçları - Dolaşımdaki sukuk miktarı-2011-2015)	68
Şekil 2.15:	Global sukuk ihraçları – Ülke bazında (2013)	69
Şekil 2.16:	Global sukuk ihraçları – İhraççı bazında (2013)	70
Şekil 2.17:	Türkiye’de kira sertifikaları ihraç tutarları -TL	74
Şekil 2.18:	Yerleşik kurumların yurtdışı kira sertifikaları - USD	74
Şekil 2.19:	Sahipliğe dayalı kira sertifikası ihraç süreci	79
Şekil 2.20:	Alım-Satım işlemine dayalı sertifikaların ihraç süreci	82
Şekil 2.21:	Emek-Sermaye ortaklığı sertifika ihraç süreci	85
Şekil 2.22:	Kâr-Zarar ortaklığı sertifika ihraç süreci	87
Şekil 2.23:	Vekâlet (Wakala) ürünün şekilsel gösterimi	106
Şekil 4.1:	BIST hisse senedi piyasası	150
Şekil 5.1:	Gayrimenkul yatırım fonu şekilsel gösterimi	187
Şekil 5.2:	Pay alım - satım esaslar (BIST pay piyasası’nın açık olduğu günlerde)	203
Şekil 5.3:	Müşteri sınıflandırılması	213
Şekil 5.4:	BES fon büyüklüğü	236

## KISALTMALAR

---

<b>AAOIFI</b>	Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (İslami Finans Kuruluşları Muhasebe ve Denetim Organizasyonu)
<b>API</b>	Açık Piyasa İşlemleri
<b>BBA</b>	Bai Bithaman Ajil (Uzun Vadeli Satış)
<b>BES</b>	Bireysel Emeklilik Sistemi
<b>BİST</b>	Borsa İstanbul
<b>BSMV</b>	Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi
<b>BYF</b>	Borsa Yatırım Fonları
<b>CCS</b>	Cross Currency Swap (Çapraz Para Birimi Swapı)
<b>DİBS</b>	Devlet İç Borçlanma Senetleri
<b>GES</b>	Gelire Endeksli Senetler
<b>GSYF</b>	Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı
<b>GYO</b>	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
<b>GYF</b>	Gayrimenkul Yatırım Fonları
<b>IILM</b>	The International Islamic Liquidity Management Corporation (Uluslararası İslami Likidite Yönetimi Kuruluşu)
<b>KAP</b>	Kamuyu Aydınlatma Platformu
<b>KDV</b>	Katma Değer Vergisi
<b>KOBİ</b>	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
<b>LME</b>	Londra Metal Borsası
<b>MKK</b>	Merkezi Kayıt Kuruluşu
<b>MYR</b>	Malezya Ringiti

<b>OKS</b>	Otomatik Katılım Sistemi
<b>OTC</b>	Over The Counter (Tezgahüstü Piyasalar)
<b>ÖST</b>	Özel Sektör Tahvili
<b>PRS</b>	Profit Rate Swap (Kârlı Swap İşlemi)
<b>ROM</b>	Rezerv Opsiyon Mekanizması
<b>SPK</b>	Sermaye Piyasası Kurulu
<b>SPV</b>	Special Purpose Vehicle (Özel Amaçlı Kurum)
<b>TCMB</b>	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>THY</b>	Türk Hava Yolları
<b>TEFAS</b>	Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu
<b>VDMK</b>	Varlığa Dayalı Menkul Kıymet
<b>VKŞ</b>	Varlık Kiralama Şirketi
<b>YTM</b>	Yatırımcı Tazmin Merkezi



## 1. GİRİŞ

---

Dünyada adı İslâmi bankalar veya faizsiz bankalar olarak geçen finansal kuruluşlar Türkiye’de katılım bankaları olarak adlandırılmaktadır. Faiz, iki kişi veya kurum arasındaki bir işlemde bir taraftan diğer tarafa karşılıksız değer aktarımıdır. Faizsiz esasa göre çalışan katılım bankacılığı, kâr ve zarara katılma esasına göre fon toplayıp; ticaret, ortaklık ve finansal kiralama yöntemleriyle fon kullandıran bir bankacılık modelidir. Katılım bankaları, fon toplama aşamasında kâr-zarar ortaklığını başarıyla uygularken, fon kullandırma aşamasında bu yöntemi kullanmakta zorlanmakta ve bugün daha çok murabaha yönteminde yoğunlaşmış bulunmaktadır. Kendilerinden beklenen ve ideal olan ortaklık yöntemleri bu kurumlarda şimdilik çok az yer almaktadır. Katılım bankaları fon kullandırma aşamasında günümüzde ağırlıklı olarak kişi ve kurumların mal ve hizmet alımlarını finanse etmekte ve onlara bu alımlarda malî destek sağlama fonksiyonu görmektedir. Bu özelliklerini dikkate alarak bugünkü hâliyle katılım bankacılığını, faizsiz esaslı olmak kaydıyla katılım fonu sahiplerinden toplanan fonlarla, yine faizsiz yöntemlerle ihtiyaç sahiplerinin finanse edildiği; sağlanan finansmanlardan elde edilen gelirlerin ise, aralarındaki sözleşmeler tahtında katılım fonu sahipleriyle bölüşüldüğü bir sistem olarak da tanımlamak mümkündür. Ayrıca, parasal işlemlerle mal ve hizmet hareketleri birbirine sıkı sıkıya bağlanmıştır ve her para hareketi mutlaka bir mal veya hizmete karşılık gelmektedir.

Dünya’da İslami bankacılıkla ilgili ilk uygulamalar 1940’larda Mısır’da oluşmaya başlamıştır. Asli olarak gelişimi ise daha sonraki yıllarda kaydetmiştir. Finansal kesimin tarihi ve büyüklüğü ile karşılaştırıldığında İslami finansın çok daha yeni olduğu alenidir. Türkiye’de de bu durum aynıdır. İlk olarak 1985’te kurulan özel finans kurumları, 2000’li yıllara kadar sektörde %1’er seviyelerinde bir paya sahip olmuşlardır. Özel finans kurumların adı, 2005 yılında katılım bankaları olarak değiştirilmiştir.

2002 yılından günümüze kadar finans kesiminde yaşanan hızlı büyümenin etkileri, katılım bankaları tarafında da fazlası ile hissedilmiş ve yansımıştır. Katılım bankalarının büyüme eğilimine başlamadan önce finansal sektör içindeki payının çok küçük olması ve takip eden 15 yıl süresince aralıksız olarak ortalama %20’nin üzerinde büyümesi, fon yönetiminin, yani hazine birimlerinin yönettiği fonların bankaya etkisini daha da arttırmıştır. Fonlarda ki aşırı büyüme sonucunda katılım bankalarının hazine birimleri, risklerini asgari düzeye indirmek için farklı alternatif ürün arayışına girmişlerdir. Katılım bankaları, müşteri sayısını artırmak ve müşterilere sunulacak ürün gamını çeşitlendirmek amacı ile sermaye piyasası sektörüne de yavaş yavaş girmeye başlamıştır. Hem ürün gamını genişletmek hem müşteri memnuniyetini sağlamak hem de fon yönetim riskini düşürmek için bu alanda ki ürünlerin önemi ve arayışı artmıştır. Zira katılım bankalarının ürün geliştirme tarafında sektör ilkelerine göre en çok zorlandığı alan finansal piyasalar alanı, yani hazine birimleri olmuştur. Çünkü gerek Türkiye’de gerekse dünyada mevcut finansal yapı faizli sistem üzerine kurulmuştur ve bu durum sektörün bu sistemin dışına çıkmasını iyice zorlaştırmaktadır.

Dünya’da İslami esaslara göre faaliyet gösteren finansal kurumlar incelendiğinde ise, bu kurumlar arasında bir tutarlılık bulunmadığı görülmektedir. Bunun nedeni ise hem ülke uygulamaları hem de o kurumların danışma kurulu üyelerinin ürünler noktasında farklı yorumlar dile getirmeleridir. Burada danışma kurulunu ve üyeleri kısaca tanımlarsak; katılım bankalarının işlemleri, operasyonları ve kullandığı finansal ürünlerin İslami hüküm ve kaidelere uygun olması için tavsiye ve görüşlerde bulunan bir organdır. Ürünlerin uygulanabilirliği yönünde verdiği görüşlere icazet veya fetva denilmektedir. Katılım bankaları çalışanları tarafından danışma kuruluna anlatılan ürün için icazet ya da fetva çıkmamış ise, o ürün bankada uygulanmaz. Finansal ürüne uygunluk alınır ise, bankada uygulanabilmesi açısından sistemsal çalışmalara başlanarak kurumda satılabilir ya da uygulanabilir hale getirilir. Bu organı oluşturan üyeler finans ve ilahiyat alanında eğitim görmüş yetkili kişilerden oluşur. Üyeler veya bankaların danışma kurulları kendi arasında farklı uygulamalara yol açacak farklı yorumlar dile getirebilirler. Bu nedenle Amerika veya Avrupa’da ki ticari ya da yatırım bankacılığı finans modeli rol model olarak alınıp, ülkemizde uygulanabilme imkânı varken, aynı durum İslami finans kesiminde bulunmamaktadır. Örneğin, İslami bankacılığın

geliştiği Malezya'daki yapının ölkemize uyarlanması çok zor görünmektedir. Hâlihazırda bu sektör üzerinde var olan tartışmaların, Malezya'daki modelin uygulanması ile çok daha büyüyeceğini ve sisteme olan inanç üzerinde tartışmaların daha da artırılabileceği söylenebilir. Bu alanın ölkemizde yeni gelişıyor olması, bu alanda yapılan hem akademik altyapının ve yazılı kaynağın oluşturulması, hem de uygulanabilecek çalışmaların çok sınırlı olması, bizi bu alanda çalışma yapmaya teşvik eden ana unsurlar olmuştur.

Bu çalışmada katılım bankalarının hazine ürünleri, sermaye piyasası ürünleri ve ikisinin ortak noktası olan sukuk detaylıca ele alınacaktır.

Devletin 2012 yılında kira sertifikası (sukuk) ihracına başlaması ve kira sertifikaları ihracına ilişkin yasal altyapının oluşturması ile beraber katılım bankaları hem hazine hem de sermaye piyasaları alanında çok önemli bir ürüne kavuşmuştur. Bu ürüne dayanılarak çok çeşitli ürünler geliştirilmiş, geliştirilmeye de devam edilmektedir. Bu ürünün banka aktiflerindeki payı giderek artmakta ve kullanım alanı oldukça genişlemektedir. Bununla ilgili olarak sukukun banka aktiflerindeki tarihsel gelişimi, BİST'te ki işlem hacmi ve katılım bankalarının aktif büyüklükleri ile kıyaslama yapılarak bir deneysel çalışma da yapılmıştır. Ampirik çalışma ile sukukun katılım bankaları için öneminin giderek arttığı ve katılım bankalarının aktif-pasif yönetimi için yani hazine ve sermaye piyasaları birimi için ne kadar önemli bir ürün olduğu araştırılmıştır. Bu vesile ile sukukun yani kira sertifikasının sektördeki önemi nedeni ile hem Türkiye'deki hem de dünyadaki sukuk yapıları ve piyasaları anlatılacaktır. Bu ürün ile beraber sermaye piyasalarına girmeye başlayan katılım bankalarında hisse senetleri ve yatırım fonları ürünleri faizsiz finans (katılım bankacılığı) ilkeleri doğrultusunda incelenecektir.

Hazine Bölümü'nün öncelikli görevi bankanın likidite ve fiyat riskini yönetmektir. Bankanın tüm varlık ve yükümlülükleri gerek likidite, gerekse fiyat riski taşıdıkları için bankanın gerçekleştireceği tüm işlemler Hazine'nin sorumluluğu altındadır. Temel olarak hazine bölümünün üç ana görevi vardır,<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> <http://mdn-tr.com/documents/FonY%C3%B6netimi.pdf> [Erişim Şubat 2015]

**Pozisyon:** Verilen hedefler ve limitler doğrultusunda gerekli risk tanımlarını yaparak yurtiçi ve yurt dışı piyasalarda, şirketin likiditesini de dikkate alarak kâr elde etmeye yönelik alım-satımlar yapmaktan sorumludur.

**Risk Yönetimi:** Şirketin gelecekteki nakit akımlarının ihtiva ettiği risk-getiri yapısını, buna bağlı olarak faaliyetlerin niteliğini ve düzeyini izlemeye, kontrol altında tutmaya ve gerektiğinde değiştirmeye yönelik olarak belirlenen politikalar, uygulama usulleri ve limitler vasıtasıyla, maruz kalınan risklerin tanımlanmasını, ölçülmesini, izlenmesini ve kontrol edilmesini sağlamaktır.

**Ekonomik Araştırmalar:** Ekonomik gelişmeleri izlemek ve analiz etmek ile birlikte yaptığı bu araştırmalardan şirket üst düzey çalışanlarını ve şirket yönetimini haberdar ederek banka aktif pasif yönetiminde önemli rol almak, şirketin fiyat politikalarını belirlemektir.

Bu kapsamda anlatılan tüm ürünler katılım bankalarının hazine bölümleri tarafından kullanılmakta ya da organize edilmektedir. Katılım bankaları hazine departmanları iki ana bölüme ayrılmaktadır. Birincisi para ve sermaye piyasası işlemlerini içeren ve bankaların likiditesini yöneten aktif pasif ya da para piyasaları bölümüdür. Diğeri de bankalarda yoğun şekilde yapılan döviz ve kıymetli maden işlemleri ve bu işlemler sonucunda oluşan pozisyonları yönetmek amacıyla kurulmuş döviz ve kıymetli madenler bölümüdür. Bu iki temel bölüm haricinde, banka büyüklüğüne, işlem hacmine ve yapılan işlem türlerine bağlı olarak farklı alt bölüm yapılanmalarına da ihtiyaç duyulabilmektedir. Katılım bankalarında hazine ve sermaye piyasası ürünleri çok derin ve gelişmiş olmadığından az sayıda hazine grubuna bağlı alt birimler mevcuttur. Ziraat Bankası, İş Bankası, Vakıfbank gibi özel veya devlete ait ticari bankalarda bu alan çok gelişmiş olduğu için türev, tahvil-bono alım-satımı, hazine pazarlama gibi çok sayıda hazine alt birimleri oluşturulabilmektedir.

Sermaye piyasalarının temelini oluşturan hisse senetleri, yatırım fonları ve kira sertifikası işlemleri ise, katılım bankalarında ya bireysel sektör biriminin altında ya da dağınık olarak farklı iş birimlerin altında yapılmaktadır. Örneğin hisse senetleri satış ve tanıtım işlemleri farklı bir birim tarafından yerine getirilirken; BİST, SPK, MKK veya aracı kurum gibi sermaye piyasası kurumları ile olan ilişkiler ve görüşmeler farklı birimler tarafından yerine getirilmektedir. Aynı durum piyasaya yeni giren kira sertifikası ürünü satış ve tanıtımında ya da yasal zorunluluk gereği üye olmak zorunda olunan TEFAS'da ki (Türkiye Fon Dağıtım Platformu) yatırım fonlarının satış ve tanıtımı içinde geçerlidir. Bu da katılım bankalarında sermaye piyasalarının tam olarak konumlandırılmadığının bir göstergesidir. Bunun arka planında katılım bankalarının faize duyarlı sermaye piyasaları alanında henüz daha az gelişmesi nedeniyle ve sektörün henüz gelişimini tamamlamamış olması yeter. Ticari bankalarda ise durum tam tersi bir seyir izlemektedir. Hemen hemen her ticari bankanın bir aracı kurumu ve bir portföy yönetim şirketi olup bu süreçler aracı kurumlar veya portföy yönetim şirketleri vasıtasıyla yapılarak işlerin doğru yerde, hızlıca ve profesyonel eller tarafından yapılmasını sağlayan bir yapı oluşturulmuştur. Katılım bankalarının özellikle son 15 yılda çok hızlı büyüyerek aktif büyüklük ve kârlılık noktasında çok iyi noktalara gelmeleri hazine ve sermaye piyasalarının önemini daha da arttırmış ve bu önem artmaya da devam etmektedir. Piyasada daha etkin ve kalıcı manada iş yapabilmek için hazine tarafındaki ürünlerin gelişmesi ve geliştirilmesi önem arz etmektedir. Bu çalışmada katılım bankalarının yaptığı hazine ve sermaye piyasası işlemleri ile kullandığı/kullanacağı ürünler detaylıca tanıtılacaktır.

Konular anlatılmaya başlamadan önce kısaca sektörün büyümesi ve sektör ile ilgili bazı önemli verileri içeren şekiller gösterilerek, anlatılan konuların önemi vurgulanmaya çalışılmıştır. Giriş bölümünde gösterilen şekillerden ve tablolardan anlaşılacağı üzere sektörün hızlı bir şekilde büyüdüğü ve pazar payını artırdığı gözlenmektedir. Katılım bankalarının birinde yaşanan olumsuz gelişmelerden dolayı, son üç yıllık (2014-2016) veriler olumsuz seyretmiş ve bu durum tablo ve şekillere de çok net bir şekilde yansımıştır. Bu veriler, altıncı bölümde yapılan analizlere dahil edildiğinde istatistiksel sonuçları yanıtacak düzeyde etkilemiştir. Son iki yılın rakamları yanıtıcı yorumlara neden olabileceğinden dolayı, bu çalışmayı katılım bankalarının son 10-15 yıllık verileri ve sektöre yeni giren oyunculara göz önüne alınarak, sektörün geleceği nokta konusunda genel bir yol çizilmeye çalışılmıştır.

Katılım bankalarının bilanço alt kalemleri incelendiğinde, sukukun yeni bir finansal araç olarak sisteme girişi ile birlikte katılım bankalarının temin ettikleri kaynakların bir kısmını menkul kıymetlere yani sukuka aktardıkları görülmektedir. Bu aktarımı da likidite yönetimini kolaylaştırmak, riski azaltmak ve ürün çeşitlendirmesi yapmak adına benimsediğini, sukukun payını giderek arttığını ve daha da artacağını göstermektedir. Kaldı ki sektörün toplam aktif büyüklüğü verisinde son üç yılda yaşanan olumsuz gelişmeler (küçülme) bu kaleme yansımamış, bilakis artış gözlemlenmiştir. Bu da sukukun katılım bankaları ve faizsiz finans sistemi içerisinde çok hızlı bir şekilde yerini almaya başlamış olduğu ve katlanarak büyümeye devam edeceğini göstermektedir.

Ticari bankalar gerek kendi likidite yönetiminde, gerekse portföy yönetim şirketleri vasıtasıyla sahip olduğu fonlarda ana ürün olarak tahvil-bonoyu kullanmaktadır. Tahvil ve bono işlemlerine istinaden çok çeşitli ürünler geliştirmişler ve kendi likidite yönetimini bu ürünler vasıtasıyla çok daha kolaylaştırmışlardır. Sukuk, tahvil-bono gibi varlığa dayanmayan bir borçlanma aracı olmaması ve tapu üzerinde alım-satımına konu olabilecek işlemler nedeniyle, hukuki olarak da bu finansal araçlardan farklılık göstermektedir. Ancak, katılım bankaları bu finansal aracı tahvil-bono ile benzer işlevleri görecektir şekilde finansal bir araç gibi kullanılmaktadırlar. Aşağıdaki tablo 1.2'de ticari bankaların menkul kıymet yani tahvil-bono ile katılım bankalarının menkul kıymet büyüklüklerinin karşılaştırmalı olarak sunulmuş olmasının ana nedeni; katılım bankalarının menkul kıymet kullanımı yönünden sukuk vasıtasıyla ticari bankalara yakınlaşacak olmasıdır. Bu tablodan da görüleceği üzere katılım bankaları bilançosundaki sukukun payı, Türkiye'de sukukun yasal olarak düzenlenmesinden sonra ciddi şekilde artış göstermiştir. Sukuk, katılım bankaları bilançolarında menkul kıymet olarak gösterilmektedir, zaten hukuki tanım olarak da menkul kıymettir. Katılım bankalarının sukukları TCMB APİ işlemlerinde likidite ve arbitraj amaçlı kullanması veya yatırım yapacağı bir araç olarak değerlendirmesi; faizsiz yatırım fonlarında ve BES faizsiz emeklilik fonlarında en çok tercih edilen bir yatırım aracı olması gibi nedenlerden dolayı mevcut artış trendi devam edecek gibi gözükmektedir. Tabii bu artış hızının devam edebilmesi için de sukuk piyasasının derinleşmesi ve sukuk ihraç sayısının ve büyüklüklerinin fazla olması gerekmektedir. 2016 yılı verileri incelendiğinde, BİST'te işlem gören, yani vadesi gelmemiş dolaşımdaki devlet kağıdı (tahvil-bono) yaklaşık 450 milyar TL, banka bonoları, finansman bonoları gibi kâğıtlarla 520-530 milyar TL iken; Hazine Sukukları yaklaşık 14 milyar TL, özel sektör sukukları ile bu tutar yaklaşık 20 milyar TL'dir. Sukukun toplam borçlanma araçları içindeki payı ise yaklaşık %3'lerdedir (yurtdışı borçlanmalar bu hesaplamalara katılmamıştır). Hızlı artışın devam edebilmesi, tüm oyuncuların buraya gelebilmesi için sukuk ihraçlarının artması gerekmektedir. Çünkü piyasadaki sukuk arz eksikliği ve talep fazlasından dolayı bu finansal araç BİST'te işlem görmemekte, gördüğü zamanda çok geniş marjlı ve

siğ bir şekilde işlem görebilmektedir. Bu durumun önüne geçebilmenin yolu, ihraç sayısının ve piyasadaki oyuncu sayısının artmasına bağlıdır. Ayrıca katılım bankalarının bankacılık sektörü içerisindeki payının %5 olduğu düşünüldüğünde, borçlanma araçları pazarındaki payının “%5 in üzerine yükselmesi bile sukuk pazarına biraz da olsa derinlik ve canlılık katacaktır.

Piyasaya yeni gelen katılım bankaları ve faizsiz fonlar ile oyuncu sayısı çok hızlı artmaktadır, geriye ihraç kısmı kalmaktadır ki, burada devlete çok iş düşmektedir. Zira ticari bankacılık tarafı incelendiğinde, borçlanma araçları pazarına yön veren devlet tahvilleri ve hazine bonolarıdır. Ayrıca en azından katılım bankası özel sektör sukuklarının BİST, Takasbank ve TCMB’de belli bir süreliğine de olsa devlet sukuku gibi teminat olarak kabul edilebilmesi, alım-satıma açılabilmesi ve işlem görmesi, katılım bankalarının sukuk ihraçlarını cazip kılmaması nedeniyle sukuk ihraç sayısı artabilir. Bu noktada teminat olarak kabul edilmeyen özel sektör tahvil ve bonolarından farklı olarak piyasanın geliştirilmesi adına geçici ayrıştırılabilir. Özel sektör sukuklarının risk unsuru yüksek olabileceği görünse de, icare yani kiralama ya da kira varlıkları içeren yönetim sözleşmesine dayalı varlıklar nedeniyle tahvil-bono gibi değerlendirilmemesi gerekir. Zira, dayanak varlıklar sayesinde sukukun riski oldukça düşmektedir.



Tablo 1.1: Sektör aktif büyüklük (TL)

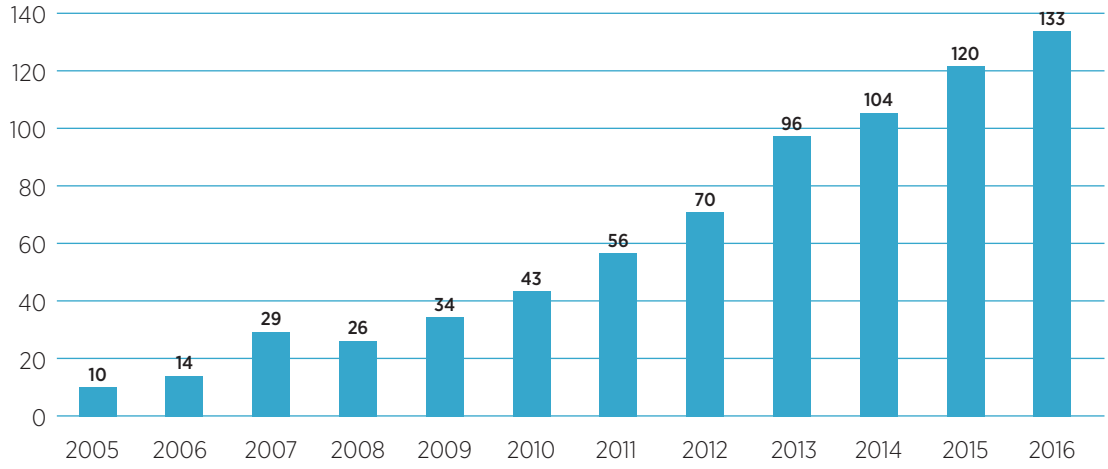
Yıl	Katılım Bankaları Aktif Büyüklük(mio)	Değişim %	Mevduat Bankaları (mio)	Katılım Bankaları/ Tüm Sektör
2008	25.770	36,40	732.536	3,52
2009	33.628	30,50	773.357	4,03
2010	43.339	28,90	923.371	4,31
2011	56.148	29,60	1.119.911	4,61
2012	70.279	25,20	1.247.699	5,16
2013	96.086	36,70	1.566.190	5,49
2014	104.132	6,82	1.860.606	5,20
2015	120.832	16,03	2.130.600	5,15
2016	132.873	9,96	2.598.173	4,86

Tablo 1.2: Menkul kıymet oranları

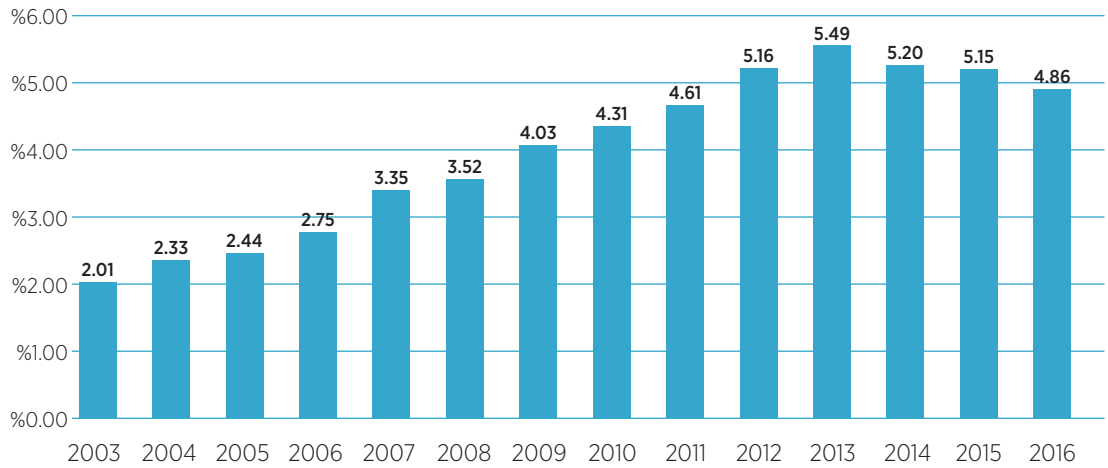
Menkul Kıymet/Aktif Büyüklük	2011	2012	2013	2014	2015	2016/6
Katılım Bankaları	2,65	2,52	3,60	5,17	6,00	8,00
Ticari Bankalar	25,50	21,60	18,44	16,27	15,00	13,62

## Şekil 1.1: Katılım bankalarının son 10 yıllık büyüme seyri

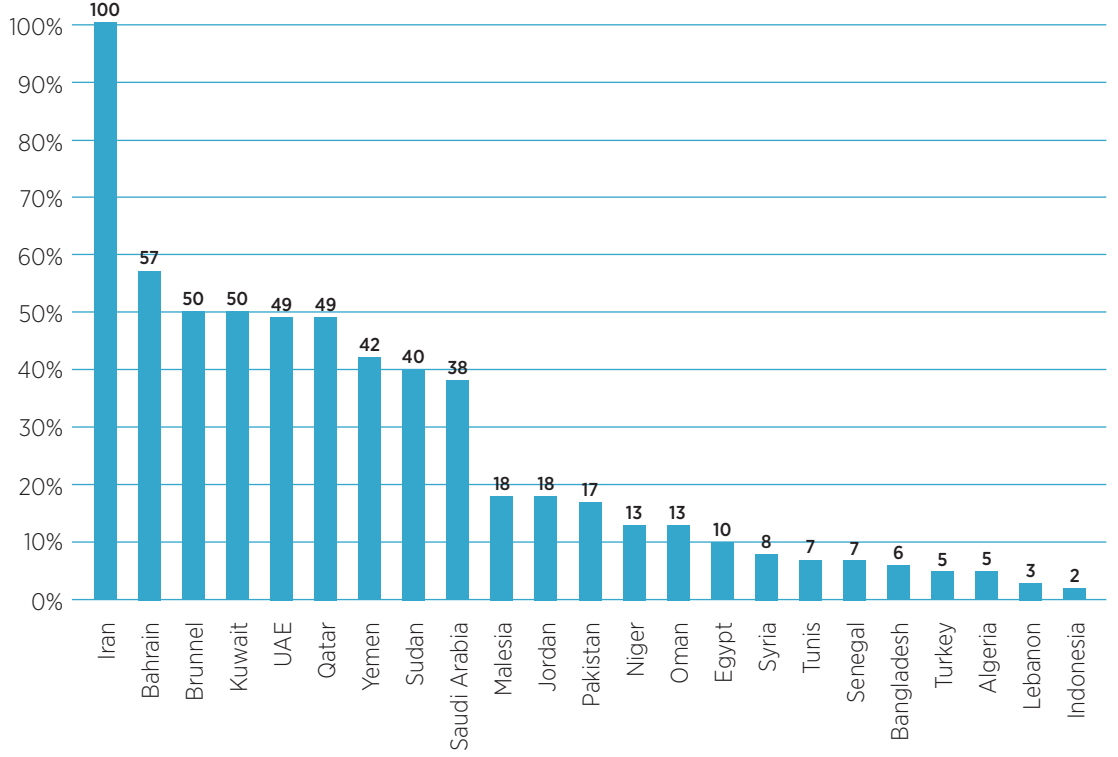
### Aktif Büyüklük-Milyar TL



## Şekil 1.2: Katılım bankalarının sektör payları seyri



Şekil 1.3: Dünyada İslami bankacılık



Kaynak: <http://www.islamicbanker.com>, [Erişim Aralık 2014]

## 2. PARA PİYASASI ÜRÜNLERİ

---

### 2.1 PARA PİYASALARI

Para piyasaları, kısa vadeli fon fazlası olanlar ile fon açığı olan tarafların işlem yaptığı piyasalardır. Fon fazlası olan taraf vereceği para karşısında getiri talep eder, fon açığı olan taraf ise ihtiyaç karşılığında fonlama gideri öder. Para piyasalarında yapılan işlemler bir yıldan kısa vadeli, sermaye piyasalarında ise vade bir yıldan uzundur.

Para piyasaları organize ve organize olmayan piyasalar olarak ikiye ayrılır.

- i) Organize piyasalar; TCMB Repo ve Ters Repo İşlemleri Piyasası, BİST Borçlanma Araçları Piyasası (Repo-1 ve Bankalararası Repo Piyasası), Takasbank Borsa Para Piyasası'dır.
- ii) Organize olmayan piyasalar; Bankalararası Serbest Para Piyasası (limitleri dahilinde, kıymet karşılığı olmadan), Bankalararası Borçlanma Araçları Piyasası'dır.

Bu piyasaların başlıca kurumları ticari bankalardır. Ancak finansman kurumları, sigorta şirketleri, bankerler ve faktöring kuruluşları da piyasanın öteki oyuncularını konumundadır. Ayrıca nakit varlıkları olan şirketler ve şahıslar da elindeki nakitlerini para piyasalarında kullanarak sistemde yerlerini alırlar.

Katılım bankalarının çalışma ilkeleri gereği, yukarıda bahsi geçen piyasaların hemen hemen hiçbirinde yer almadığını/alamayacağını rahatlıkla dile getirebiliriz. Bunun iki ana nedeni olduğunu söyleyebiliriz. Birinci neden; bahsi geçen piyasaların herhangi bir varlığa dayanmadan çıkarılan tahvil-bonoya dayanması ve katılım bankalarının hiçbir şekilde ihraç edilen tahvil ve bonolardan alınmamasıdır. İkinci neden ise, arada bir mal olmadan belli bir oran üzerinden nakit olarak borçlanamamasıdır. Bu nedenlerden dolayı katılım bankaları kendi çalışma ilkeleri esas gereğince kendine has para piyasası ürünleri geliştirme yoluna gitmişlerdir. TCMB Repo ve Ters Repo pazarına sukukun gelmesi ile beraber 2013 yılında geliştirilen yöntemle girilebilmiştir. 2.2.6 TCMB Taahhütlü APİ İşlemleri başlıklı bölümünde detaylıca ele alınacaktır.

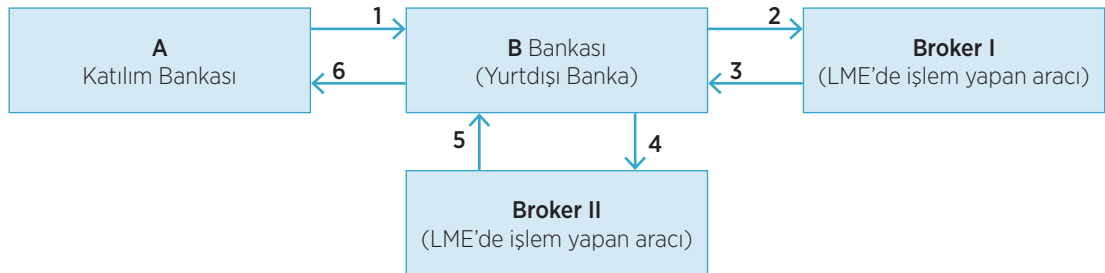
## 2.2 KATILIM BANKACILIĞI PARA PİYASASI ÜRÜNLERİ

- Mal Murabahası İşlemleri (Commodity Murabaha)
- Teminatlandırılmış Mal Murabahası
- Swap (Takas), Yarım Swap İşlemleri
- Kârlı Takas (Profit Rate Swap) ve Çapraz Kurlu Takas (Cross Currency Swap)
- Kira Sertifikaları (Sukuk)
- TCMB Taahhütlü APİ İşlemleri (Kira Sertifikaları)
- Müşterilere Geri Alım Vaadi ile Kira sertifikası Satımı
- Taahhütlü İşlemler Pazarı
- Vekâlet (Wakala)
- IILM işlemleri

### 2.2.1 Mal Murabahası İşlemleri (Commodity Murabaha)

Katılım bankaları, kamu kuruluşlarının, yatırım şirketlerinin, kurumsal yatırımcıların veya büyük fon sahibi bireysel yatırımcıların likidite fazlalıklarını, faizsiz bankacılık ilkeleri içerisinde, yatırıma yönlendirme imkânı tanıyan bir üründür. Mal piyasalarında brokerlar aracılığıyla mal borsalarından (Londra Metal Borsası-LME, Londra Platin ve Paladyum Borsası vb) alınan ve satılan mallar, murabaha işleminin vadesine göre bir getiri sağlamaktadır.

#### Şekil 2.1: Mal murabahası süreci



1. A katılım bankası fon fazlasını değerlendirmek için, iş yaptığı B bankasını murabaha işlemi yapması için vekil olarak atar. A katılım bankası elindeki fon fazlasını murabaha işlemi yapması için B bankasına transfer eder. Örneğin A katılım bankası 1.000.000 USD fon fazlası versin.
2. B bankası, A katılım bankası adına 1.000.000 USD'lik belirli bir malı spot piyasada Broker I'den peşin satın alır.
3. B bankası parayı Broker I'e transfer eder ve Broker I'den malı alır.
4. B bankası, A katılım bankası adına aldığı bu malı vade ve piyasa getiri oranlarına göre ileri vadeli bir fiyat (forward) üzerinden kendisi satın alır (vadeli alım-satım borsa dışın-da gerçekleşir).
5. B bankası vadeli aldığı malı, spot piyasada Broker II'ye satarak aldığı emtiayı nakite çevirir.
6. B bankası, geri ödeme vadesi geldiğinde, A katılım bankasına vadeli alım bedeli ödemesini gerçekleştirir.

Mal murabahası (commodity murabaha) işlemleri için taraflar arasında önceden mal murabahası çerçeve sözleşmesinin imzalanması gerekmektedir. Ayrıca işlemlere aracılık eden broker firmaları ile aracılık sözleşmeleri imzalanması gerekmektedir. Aracı kurumlar bu işlemlerden çok düşük tutarlarda komisyonlar almaktadır. Asgari 100 USD olmak kaydı ile ortalama 15 milyonda komisyon ödenmektedir.

Çalışma esasları gereği bankalar karşılaşılabilecekleri büyük risklerin önüne geçmek için ellerinde belli tutarda nakit tutmak zorundadırlar. Tahvil, bono ve buna dayalı olarak repo işlemi yapamayan katılım bankaları, bu ürün sayesinde elindeki nakit varlıkları piyasa ortalamalarına göre değerlendirebilme imkânına kavuşmuştur. Türkiye'deki katılım bankalarının aylık işlem hacmi ortalama beş Milyar USD olduğu tahmin edilmektedir. Bu işlemlerin hepsi Londra'daki metal borsası (LLPP) üzerinden gerçekleştirilmektedir.

Katılım bankalarının bu işlemleri Londra Metal Borsasında yapmasının nedeni, Londra Metal Borsasının tüm dünyadaki İslami bankalara hizmet vermesi ve ayrıca finansal altyapısının gelişmesinden dolayı yeterli düzeyde ölçek ekonomisine ulaşmıştır. İslami bankalar bu işlemleri yaparken, İslami Bankacılık esasları gereği alım-satımına konu olan mal gerektiğinde fiziki olarak alabilme imkânına sahip olmalıdır. Mal murabahası işlemine taraf olan kuruluşların aralarında yaptıkları sözleşmelerde fiziki teslimat türlerinden birini seçmeli veya hükmen teslimata dair hükümlere yer vermeleri gerekmektedir. Yani alım-satımına konu olan platin, paladyum ya da herhangi bir mal fiziki olarak saklanmalı ve gerektiğinde bu mal fiziki olarak işlem yapan İslami bankaya verilebilmelidir. Ancak işlemi yapan taraf-

lar bu işlemi eldeki nakit varlıkları değerlendirmek amacıyla kullandıkları için fiziki teslim konu olmamaktadır. Londra piyasasının çok gelişmiş olması ve hem İslami bankalara hem de ticari bankalara hizmet vermesinden dolayı ilgili metallerdeki saklama ve işlem maliyetleri asgari düzeydedir. Örneğin; 100 milyon dolarlık mal murabahası işlemi için ortalama 1.500 dolarlık işlem maliyeti ödenmesi söz konusudur. İşleme konu olan mal borsaya da uğramadığı için çok düşük maliyetler ile bu işlemler yapılabilmektedir.

### 2.2.1.1 Mal Murabahası İşlemlerinin BİST'te Yapılabilmesi

1567 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Kanun'a istinaden Bakanlar Kurulu tarafından çıkarılan Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar gereği ticari bankaların kıymetli maden alım-satım işlemleri yapması serbesttir. Mevcut Karara göre altın, gümüş, platin ve paladyum kıymetli madenler arasında sayılmış ve bankaların bu değerli madenleri alıp-satmaları önüne herhangi bir engel konmamıştır. Dolayısı ile ticari bankaların katılım bankaları ile katılım bankaları danışma kurulu üyelerinin emtia olarak değerlendirdiği platin ve paladyum üzerinden mal (commodity) murabahası işlemi yapma konusunda herhangi bir engeli bulunmadığı fikri hâsıl olmuştur. İslami bankacılık ilkele-ri doğrultusunda altın ve gümüş para gibi kabul edildiğinden dolayı, vadeli olarak alınıp satılması fıkhen uygun değildir. Ancak platin ve paladyum fikhî açıdan para olarak değerlendirilmeyip emtia olarak kabul edilmektedir. Dolayısı ile katılım bankaları kendi ilkele-ri doğrultusunda, platin ve paladyumu vadeli işlemlere konu edebilmektedirler. Platin ve paladyum İslami hukuk ve mer'i hukuk açısından ticari bankaların ve katılım bankalarının ortak kesişim kümesi olmaktadır.

Ancak aşağıdaki vergilerden dolayı bu işlemler hem yurt dışına kaymakta hem de alternatif başka ürünler üzerinden yapılmaktadır.

#### • 6802 sayılı Gider Vergileri Kanunu'nun 28.md

Banka ve sigorta şirketlerinin Finansal Kiralama Kanununa göre yaptıkları işlemler hariç olmak üzere, diğer bütün işlemlerden dolayı, kendi lehlerine her ne nam ile olursa olsun nakden veya hesaben aldıkları paralar banka ve sigorta muameleleri vergisine tabidir. Alım-satım ve teslimin yurt dışında yapılması halinde lehe alınan paraların Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisine tabi olacağı açıktır. Hem yurtiçinde hem de yurtdışında yapılan işlemler %5 BSMV'ye tabi olduğu için işlem maliyeti %5 artmaktadır. Bu nedenle katılım bankaları mal murabahası işlemleri yerine swap işlemlerini yapmayı tercih etmektedir.



• **3065 sayılı Katma Değer Vergisi Kanununun 17/4/g bendi**

Külçe altın, külçe gümüş, kıymetli taşların (elmas, pırlanta, yakut, zümrüt, topaz, safir, zebrecet, inci, kübik, virconia) teslimi Katma Değer Vergisinden istisna edilmiştir. İşlemlerden KDV alınması için işlemin Türkiye’de yapılması şartı vardır. Yukarıdaki maddelerden dolayı, bankaların ya da katılım bankalarının platin ya da paladyum üzerine yaptıkları işlemlerin alım ve satımı ile tesliminin tümüyle yurt dışında gerçekleştirilmesi halinde Katma Değer Vergisi söz konusu olmayacaktır. Dolayısı ile %18’lik KDV’den kaynaklı işlem maliyeti yurtdışı teslimat olması şartı ile olası vergiden kaçınılmış olunacaktır.

Mal murabahası işlemlerinin birer İslami para piyasası (İslami fonlar, İslami para ve sermaye piyasaları, bu çalışmada faizsiz finans olarak isimlendirilmiştir) ürünü kabul edilip BSMV sınırlanabilirse Türkiye’deki yerleşik ticari bankalar ile de bu işlemlerin ülke içinde yapılmasının önü açılmış olacaktır. Hem işlem hacminin artması hem de Ortadoğu pazarına yönelik bir hizmet verilmesi durumunda, BİST bünyesinde ilgili borsa işlem maliyetlerinin düşük olması ile istenilen ölçekte işlem hacimlerine ulaşılması ihtimali sağlanabilir.

Bu pazarın işleyebilmesi için;

- BİST’in platin, paladyum ya da herhangi bir emtia üzerinde fiziki saklama hizmeti verebilmesi,
- İslami para piyasaları kapsamında gerçekleşen bu tür işlemlerin BSMV vergisinin %0 olarak uygulanması,
- İşlemlerin gerektiğinde fiziki teslimata konu olması, ancak bu işlemlerde KDV oranının %18 değil, %0 uygulanması,
- Bu işlemleri yapacak aracı kurumların altyapısını kurması ve müşterilere düşük işlem komisyonu/masrafı uygulaması,
- İşlem maliyetlerinin çok düşük olması (BİST, SPK, MKK, Takasbank vb kurumlardan kaynaklanan maliyetler),
- Belli bir ölçek ekonomisine ulaşabilmesi, bunun içinde hem ticari bankaların bu pazarda işlem yapabilmesi hem de Ortadoğu ve Kuzey Afrika’daki İslami bankaların bu pazarda işlem yapabilmesinin önü açılmalıdır.

Londra Metal Borsa'sında bu işlemleri yapan Eiger, DD&Co, Ricmond gibi firmalar İslami bankalara bu hizmeti verirken, yapılan işlemlerin büyük çoğunluğu borsadan geçmemektedir. Ayrıca alıcı ve satıcı belli olduğu için risk düzeyi de çok düşüktür. Dolayısı ile bu aracı kurumlarda işlem maliyetlerini çok düşük uygulamaktadırlar. Londra piyasasında bu alanda %30 pazar payına sahip bir aracı kurumun bir günlük işlem hacminin üç milyar Amerikan Doları olduğu tahmin edilmektedir. Bu işlemler borsadan da geçmediği için kayıtlar ancak ilgili aracı kurumların içsel bilgisi olarak kalmaktadır.

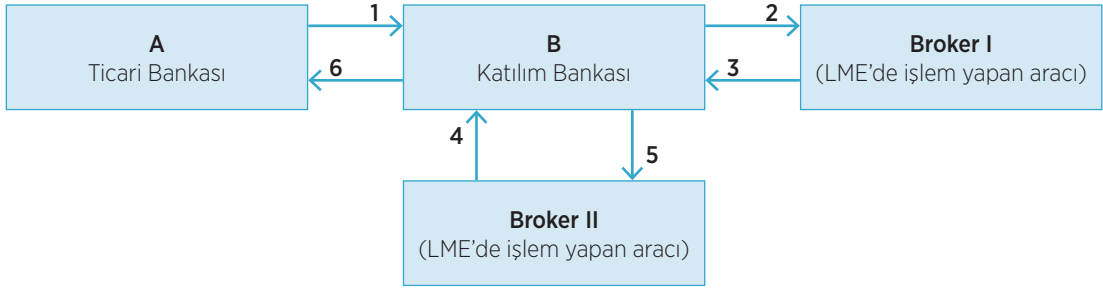
### **2.2.1.2 Mal Murabahası İşlemlerinin Türk Bankaları ile Yapılması**

Katılım bankaları 2014 yılına kadar mal murabahası işlemlerini yurtdışı yerleşik Türk veya yabancı bankalar ile yapmaktaydılar. Türkiye'deki ticari bankaların platin veya paladyum işlemi yapmasında mevzuat açısından bir engel olmaması, katılım bankalarının bu bankalar ile işlem yapmasının önünü açmıştır. Konuya uzak olan ticari bankaların bu işlemleri yapmaya başlaması ve piyasaya yeni gelen ve gelecek olan katılım bankalarının aktif büyüklüklerinin artmasına paralel olarak bu tür işlemlerin hacminin artacağını öngörebiliriz. Bu tarzda işlemlerin ilkinin 2015 yılı içinde iki katılım bankası kendi arasında gerçekleştirmiştir.

Ülke içinde Londra Metal Borsa'sına muadil bir piyasanın olmaması nedeni ile burada bahsedilen alım-satım işlemleri yine yurtdışında yapılmak zorundadır. Hem ticari bankaların hem de yeni gelecek olan katılım bankalarının bu tür işlemleri ve bu işlemlerin operasyonuna ilişkin detaylara hâkim olmaması nedeni ile tüm operasyonel işlemler, yurtdışı ile bağlantısı olan ve bu işlemlerin operasyonunu bilen katılım bankaları tarafından yerine getirilecektir.

Türkiye’de yapılacak mal murabahası işleminin akışını aşağıdaki bir örnek ile açıklayacak olursak:

### Şekil 2.2: Mal murabahası süreci - Türkiye’de yerleşik kuruluşlar ile



- A ticari bankası fon ihtiyacını karşılamak için, fon fazlası veren B katılım bankası ile mal murabahası anlaşması imzalar.
- B katılım bankası elindeki fon fazlası olan 10.000.000 TL değerlendirmek için Broker-I aracılığı ile platini (ya da paladyumu) spot piyasadan peşin satın alır. B katılım bankası parayı Broker-I’e transfer eder ve Broker-I’den platini alır.
- B katılım bankası aldığı bu platini A ticari bankasına vadeli olarak satar.
- A ticari bankası fona ihtiyaç duyduğu için bu platini Broker-II’den paraya çevirmek için B katılım bankasına vekâlet verir. B katılım bankası bu vekâlet ile platini Broker-II’ye spot satar. B katılım bankası aldığı bu parayı A ticari bankasına transfer eder.

Murabaha işlemleri için taraflar arasında önceden murabaha çerçeve sözleşmesinin imzalanması gerekmektedir. Ayrıca işlemlere aracılık eden Broker firmaları ile aracılık sözleşmeleri imzalanması gerekmektedir.

Kullanılacak dokümanlar:

- Satış Teklifi ve Kabul Formu
- Broker I’ den Metal Alımı
- Elde Bulundurma Sertifikası
- Satın Alma Teklifi ve Kabul Formu
- Broker II’ ye Metal Satımı

Bu tür işlemlere 2015 tarihi itibari ile başlanması nedeniyle işlem hacimleri ilk etapta çok düşüktür, işlem hacimlerinin büyümesi bu işlemlerin Türkiye’de yerleşik bir Borsa vasıtası ile yapılması için yasal ve vergisel olarak önünün açılması gerekmektedir. Ayrıca bu tür işlemlerde işleme konu olan ürün/ürünler Malezya’da olduğu gibi Türkiye’ye özgü farklı bir ürün olabilir. Ancak bankaların bu işlemleri, para piyasası işlemleri olacağı için işlem maliyetlerinin de düşük olması gerekmektedir. Londra’da gerçekleşen işlemlerin %98’i borsaya uğramadan gerçekleştiği için sadece aracı kurum maliyetleri oluşmaktadır. Zira işlemlerde aksilik olmadığı müddetçe işlemlerin mahiyeti ve içeriği bellidir. Bu nedenle Borsa’da kurulacak bu piyasa için, tüm işlemlerin Borsaya tescil ettirilme zorunluluğu veya işlem maliyeti alınması gibi nedenlerle maliyet dezavantajı oluşacağından işlemlerin Türkiye’de yapılmasına engel teşkil edebilmektedir.

### **2.2.2 Teminatlandırılmış Mal Murabahası (Collateral Commodity Murabaha)**

Teminatlı mal murabahası ile katılım bankaları ellerindeki kira sertifikalarını teminat vererek, kendine fon kaynağı oluşturmaktadır. Sendikasyon Kredisi (Club Deal) veya teminatlı mal murabahası işlemlerinde kira sertifikaları kullanıldığından risk oranı düşmekte ve bu sayede daha uygun oranlı borç alınabilmektedir.

Katılım bankası, işlem yapılacak karşı kuruluş/banka ile mal murabahası işlemlerini kullanarak kira sertifikalarının kira ödeme vadeleri ile örtüşecek şekilde sabit veya değişken oranlarda borç alır. Bu alınan borç karşılığında katılım bankasının portföyündeki kira sertifikaları borç alınan kurumun saklayıcı kuruluşuna transfer edilir.

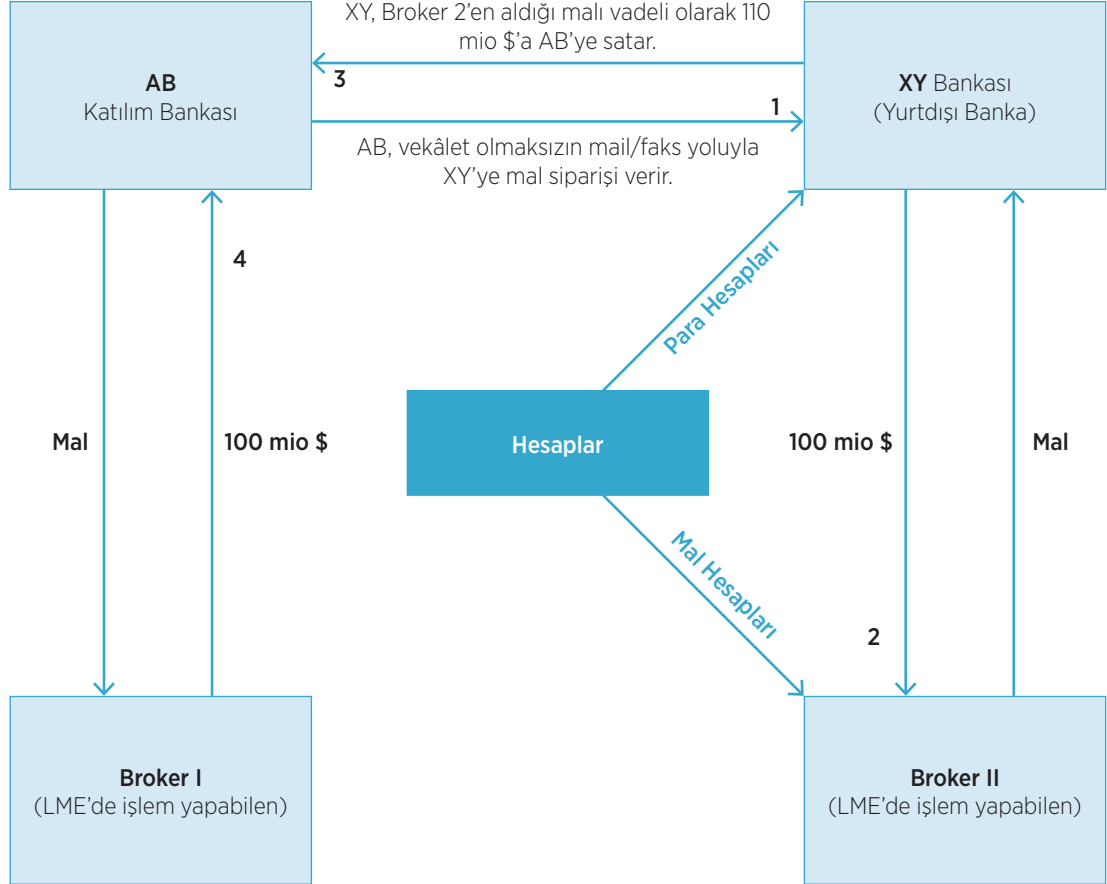
Teminatlı mal murabahası işlemlerinde kullanılan kira sertifikaları, mal murabahası işleminin vadesi sonunda (borç vadesinin bitiminde) katılım bankasına tekrar transfer edilir. Kira sertifikaları karşı tarafa teminat olarak verilse de, kira sertifikalarının kâr payları teminatı veren katılım bankasına aittir ve kâr paylarının vadesi geldiğinde ilgili katılım bankasına transfer edilir. Katılım bankaları bu işlemi yaparken, mal murabahası işlemlerinde katılım bankasından karşı kuruma belli bir nakit çıkışı olurken, teminat olarak verilen kira sertifikaları için de belli vadelerde katılım bankasına nakit girişi olacaktır. Yani murabaha işlemlerinin yapıma tarihleri ile kira sertifikalarının vadeleri aynıdır. İki transfer işlemi hem operasyonel hem de maliyet açısından tek işleme indirgeyerek “ netleştirme (netting)” işlemi yapılır ve para transfer işlemleri gerçekleştirilir. Mal murabahası ile yapılan borçlanma işleminin vadesi, genellikle kira sertifikalarının vadesi kadardır ve kira sertifikalarının itfa işlemleri teminat verilen kuruluştaki gerçekleştirilir. Vade sonunda kira sertifikalarının anaparası ve mal murabahası ile alınan borcun anaparası üzerinden kâr payları haricinde ayrıca bir netleştirme olur. Bu işlemlerin hepsi OTC’de (tezhahüstü piyasa) gerçekleşmektedir.

Örnek: Hali hazırda yapılan murabaha işlemleri: AB katılım bankası, XY bankasına (yurtdışı banka) vekâlet verir, XY bankası vekâleten Broker 2'den malı alır, vekâleten Broker 1'e kendisi satar. Teminatlı murabaha (collateral murabaha) işlemleri ise, aşağıdaki adımlar doğrultusunda gerçekleştirilir. İşlemlerin doğrudan tarafların kendilerinin yapmasından dolayı diğer mal murabahası yapısına göre faizsiz finans ilkeleri açısından daha uygun gözükmektedir.

Açıklama: AB katılım bankası ve XY bankası, teminatlı mal murabahası işlemi için aralarında fiyat ve kâr oranı belli olacak şekilde anlaşılır. İşlem akışı şu şekilde gerçekleşir:

- i) XY bankası, Broker-2'den peşin mal alımı yapar ve ödemesini gerçekleştirir.
- ii) Aldığı bu malı AB katılım bankasına murabaha usulü ile vadeli fiyatla satar.
- iii) AB katılım bankası, XY bankasından aldığı malı Broker-1'e peşin olarak satar. Broker-1'den malın bedelini tahsil eder.
- iv) Brokerların ve AB katılım bankasının XY bankasında hesabı olduğu için, para transfer işlemlerinin netleştirilmesi XY bankası nezdinde gerçekleşir.
- v) Mal transfer işlemlerinde ise mal hesapları Broker-2'de olduğu için, netleştirme işlemleri bu kuruluştaki gerçekleşir.

Şekil 2.3: Mal (commodity) murabahası işleminin işleyişi



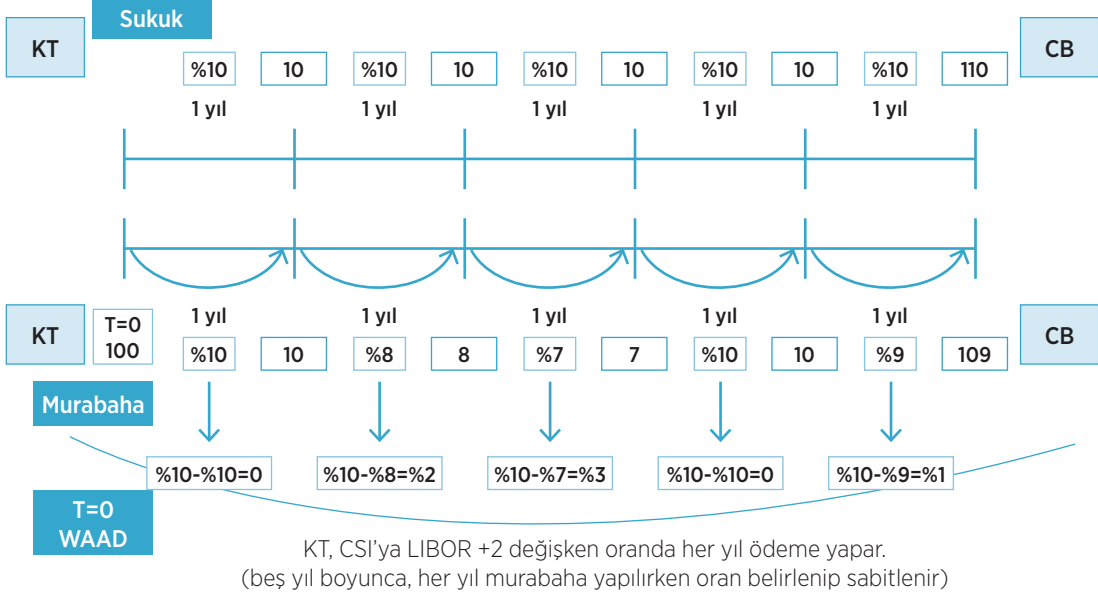
**Notlar:**

- Broker 1 ve Broker 2 arasında kesin alım-satım anlaşması olmayacak.
- Mal hesapları Broker 2'de, para hesapları XY Bankasında olacak.
- Anapara ödemesi olmadan sadece nakit akışı olacak şekilde anlaşma imzalanır.
- Broker 1'e mal satıldıktan sonra, Broker 1 mal takas (netleştirme) işlemlerini Broker 2'de gerçekleştirir. Broker 2'de XY Bankasına başvurarak mal takası sonu oluşan işlemlerin para takas işlemlerini gerçekleştirir. XY'de tüm tarafların hesabı olacaktır.
- XY'de bir yıl sonra yapılan işlemleri tersi yapılarak işlemler tamamlanır.

Kaynak: Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş., Ürün Onay Formları, 2014

## Şekil 2.4: Murabaha ve sukuk işlemi

KT, her yıl, sukukun sabit getirisinden dolayı CSI'dan 10 (%10) kira ödemelerini tahsil eder (sukukların vadesi olan beş yıl boyunca sürecek).



Kaynak: Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş., Ürün Onay Formları, 2014

- Şekil 2.4'teki görselde ilk işlem (birinci düz çizgi) KT katılım bankasının portföyünde bulunan beş yıl vadeli olan kira sertifikalarının nakit akışını göstermektedir. Kira sertifikalarının beş yıl boyunca yıllık nakit akışları, vade sonunda hem kâr oranı hem de anapara nakit akışını göstermektedir.
- İkinci işlem (ikinci düz çizgi) mal murabahası işleminin nakit akışını göstermektedir. Beş yıllık ve her yılsonu için KT katılım bankası mal murabahası işlemi yapma vaa-dini verir. Mal murabahası işlemleri dalgalı olabileceği gibi sabit getirili de yapılabilir. Yukarıdaki örnekte LİBOR'a endeksli yani dalgalı olarak verilmiştir.
- Her yılsonunda mal murabahasından gelen nakitler ile kira sertifikalarından gelen nakitler netleştirilerek para transferi tek kalemde gerçekleştirilir.

iv) İşlemin ilk başında kira sertifikası ve para değişimi olmaktadır. Beş yıl sonraki vade sonunda kira sertifikalarından gelen anapara ve kâr ile mal murabahasından gelen anapara ve kâr ödemeleri takas edilerek işlem kapatılır. Ancak, işlemler kira sertifikalarının vadesi kadar olabileceği için kira sertifikalarının itfa ödemelerini teminat verilen kuruluş almaktadır. CSI bankası, kira sertifikalarının anaparasını KT katılım bankasına verdiği borçtan düşerek, para transfer işlemi ve dolayısı ile netleştirme işlemi gerçekleştirebilir.

### **Ürünün Katılım Bankalarına Faydaları:**

- i) Katılım bankaları uygun oranlarla kolay bir şekilde fon temin edebilme olanağına ulaşmıştır.
- ii) Bu ürünle birlikte, kira sertifikalarını banka bilançosundan çıkarmadan nakit kaynağa dönüştürebilme imkânı doğmuştur.
- iii) Buradan gelecek kaynak uzun vadeli olabileceği için proje finansmanı gibi uzun vadeli işlemlerde kullanılabilir.

**Ürünün Risk Analizi:** Katılım bankalarının portföyündeki kira sertifikaları teminat olarak karşı kuruma verilir, karşılığında mal murabahası ile fon temin edildiği için, risk limitleri normal borçlanmaya göre farklılık arz etmektedir. Dolayısı ile farklı risk katsayısı değerlendirmesine tabi tutulmaktadır. Bu işlem yapılırken, teminat olarak verilen kira sertifikaları karşılığında ne kadar oranda fon temin edileceği hazine birimi tarafından karara bağlanmaktadır. Yapılan işlemler neticesinde karşı bankada oluşacak risklerin katsayı hesaplamalarını ise, "Uluslararası Bankacılık ve Hazine" birimleri kendi aralarında görüşerek yapmaktadır. Örneğin, 60 milyon dolarlık mal murabahası ile fon temin edilip, karşılığında karşı bankaya 80 milyon dolar değerinde kira sertifikası verilirse, karşı bankada toplam risk miktarı  $80-60 = 20$  milyon dolar olarak hesaplanabilir.



### 2.2.3 Swap (Değiş-Tokuş) İşlemleri

Swap kelime anlamı olarak “değiş tokuş etmek, takas etmek, değiştirmek” gibi anlamlara gelmektedir. Swap iki tarafın belirli bir zaman dilimi içinde bir varlığa dayalı ödemelerinin vade ve getiri riskini azaltmak için yaptığı bir sözleşmedir.

Katılım bankalarında yapılan swap ürününü tanıtmadan önce, swap ile ilişkili durumda olan forward (ileri vadeli sözleşme) ürününe değinmekte fayda vardır. Forward ileri bir tarihte teslimi söz konusu olacak herhangi bir malın vadesi, miktarı ve fiyatı taraflarca bugünden belirlenecek sözleşme olarak tanımlanabilir. Forward ürününün katılım bankalarının çalışma ilkeleri doğrultusunda işleyebilmesi için taraflardan en az birinin cayma hakkına yani serbestlik hakkına sahip olması gerekmektedir. Aksi halde forward ürününün katılım bankalarında kullanılması uygun değildir. Cayma hakkı sadece taraflardan en az birinde olması şartı ile kurumsal ve bireysel müşteriler ile yapılabilmektedir. Ancak danışma kurulu üyeleri bu tür işlemlerin spekülasyon ya da manipülasyon (uygulamada caiz olmadığı) amacı doğrultusunda yapılmasını tercih etmemektedir. Bunun yerine daha çok ihracatçı, ithalatçı firmalar gibi gerçek manada döviz ihtiyacı duyan bireysel ve özellikle kurumsal firmalara kullandırılmasını önermektedirler. Verilen fetva şekli olarak herkes ile işlem yapılabilmesinin önü açılmaktadır. Ancak katılım bankaları Türkiye’de ve dünyada çok yaygınlaşan kaldıraçlı türev ürünlere girme noktasında çekincesini korumaktadır. Mevcutta uygulanan ve çok kâr getirme olanağına sahip forward ürünü ise sadece sınırlı sayıda müşteri ile yapılmaktadır. Bu konuların detaylarına üçüncü bölümdeki döviz piyasaları kısmında değinilecektir.

Örnek: Müşteri 20 gün vadeli 50.000-USD almak istiyor.

- Spot kur: 1,80
- USD Getiri Oranı: %4
- TL Getiri Oranı: %10

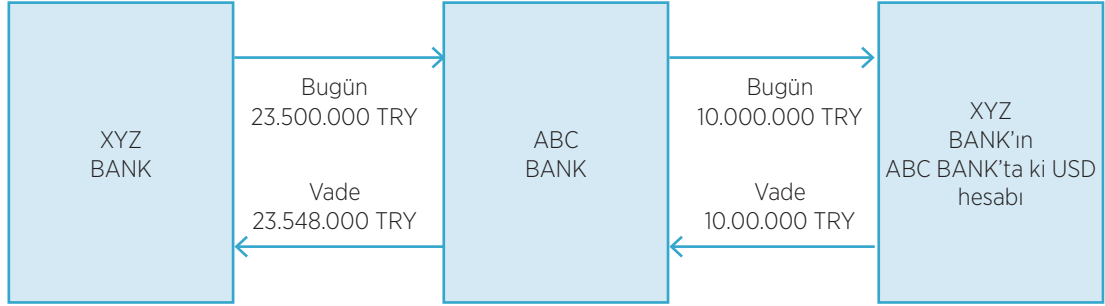
Hesaplanan Forward Kur:  $1,80 * [(1 + 0,1 * (20/360)) / (1 + 0,04 * 20/360)] = 1,806$

Bu durumda müşteri vade sonunda 90.300-TL verip karşılığında 50.000-USD almayı taahhüt ediyor demektir.

Swap, bir dövizin belirli miktarının iki farklı teslim tarihi (valör) ile aynı anda hem alınması hem de satılması olayıdır. Katılım bankaları, hazine birimleri aracılığıyla bankalar ile tam swap ve yarım swap işlemleri yaparak likiditesini yönetmek amacı ile çok yaygın şekilde kullandığı bir üründür. Şu aşamada swap sadece bankaların hazine departmanlarının kullandığı ve çok nadir olarak büyük kurumsal müşterilere kullandırılan bir üründür.

Örnek:

- USD/TL Swap Point oranı: 47,57
- Forward USD/TRY oran: 2,35480
- Miktar: 10 Milyon USD
- Spot USD/TRY oranı: 2,3500
- Vade = 7 gün



1. ABC bankası 23.500.000 TRY'yi XYZ bankasına 10.000.000 USD karşılığında bugünden USD/TRY 2,35 kurundan verir.
2. ABC bankası aldığı on milyon USD'yi XYZ bankasındaki kendi hesaplarında vade sonuna kadar bloke tutar.
3. ABC bankası ve XYZ bankası ayrıca bir vadeli kur üzerinde de bugünden anlaşılır.
4. Vadeli kurun 2,3548 olduğunu varsayalım. Buna göre vadede XYZ bankası ABC bankasının USD hesabındaki USD'yi düşerek karşılığında 23.354.800 TRY'yi ABC bankasına geri gönderir.

Bu tür işlemlerde dövizler karşılıklı değişiliyorsa tam swap, her iki paranın sadece taraflardan birinde kalacak şekilde değişime tabi tutuluyorsa yarım swap olarak adlandırılmaktadır. Katılım bankaları elindeki likiditesini değerlendirme noktasında ürün çeşitliliği sıkıntısı çekmesi ve genel olarak likiditesinin fazla olması nedeni ile hem elinde değişime konu tutacağı hem de karşı taraftan alacağı parayı karşı kuruluşta bırakarak daha yüksek getiri elde etme yoluna gitmektedir. Her iki paranın karşı tarafta kalmasından dolayı karşı tarafın katılım bankasına önereceği oran tam swap'a (tam değişim) göre daha yüksek olmaktadır. Sukuk, taahhütlü sukuk işlemleri ve mal murabahası işlemlerinin Türkiye'de yapılması arttıkça, bu ürünün kullanılma oranı azalacak gibi gözükmemektedir.

#### 2.2.4 Kârlı ve Çapraz Kurlu Swap İşlemleri (Profit Rate ve Cross Currency Swap)

Swap'ı iki tarafın belirli bir zaman dilimi içinde bir varlığa dayalı ödemelerinin vade ve getiri riskini azaltmak için kullandıkları bir sözleşme olduğundan bahsetmiştik. Kârlı swap işlemleri de bu amaç için kullanılan, katılım bankalarının çok az sıklıkla başvurduğu risk azaltıcı bir üründür.

Uzun vadeli sabit ya da dalgalı fon kullandırım işlemlerindeki getiriyle kaynak tarafındaki maliyetleri birbirine uyumlu hale getirerek (her iki kalemin dalgalı veya sabit olması) riski asgari düzeye indirmek için tasarlanmış bir üründür. Fon kullandırım tarafından gelen getiri sabit veya dalgalı, uzun vadeli olabilirken; gider/kaynak kısmı dalgalı ve genellikle kısa vadeli olabilmektedir. Bu ürün ile vade ve getiri birbirine uyumlu hale getirilerek risk asgari seviyeye indirilmekte ve kâr oranı işlemin en başında belirlenmektedir. Uzun vadeli sabit ya da dalgalı fon kullandırım işlemlerindeki getiriyle kaynak tarafındaki maliyetleri birbirine uyumlu hale getirerek (her iki kalemin dalgalı veya sabit olması) riski asgari düzeye indirmek için tasarlanmış bir üründür.

Taraflar karşılıklı olarak birbirinden bağımsız iki ayrı murabaha işlemi yaparak ve akabinde seri olarak belli dönemlerde yine karşılıklı murabaha işlemi yapmayı vaad ederek murabaha ve teverruk işlemleri yapacaktır. Murabaha işlemi yapmayı vaad ederken, murabaha getirisi olarak "LİBOR + belli bir spread" vaadi verilmektedir. Her murabaha periyodunun bitmesine iki gün kala, bir sonraki murabaha işleminin oranı LİBOR'a göre belirlenir. Aynı vadede yapılan murabaha işlemlerinden kaynaklanan nakit akımları karşılıklı netleştirilerek ödenecektir. Kârlı (profit rate) swap işlemi kullanıldığında kâr oranı sabitlenir, olası kazançlar ve kayıplar işlemlerin başından belirlenir.

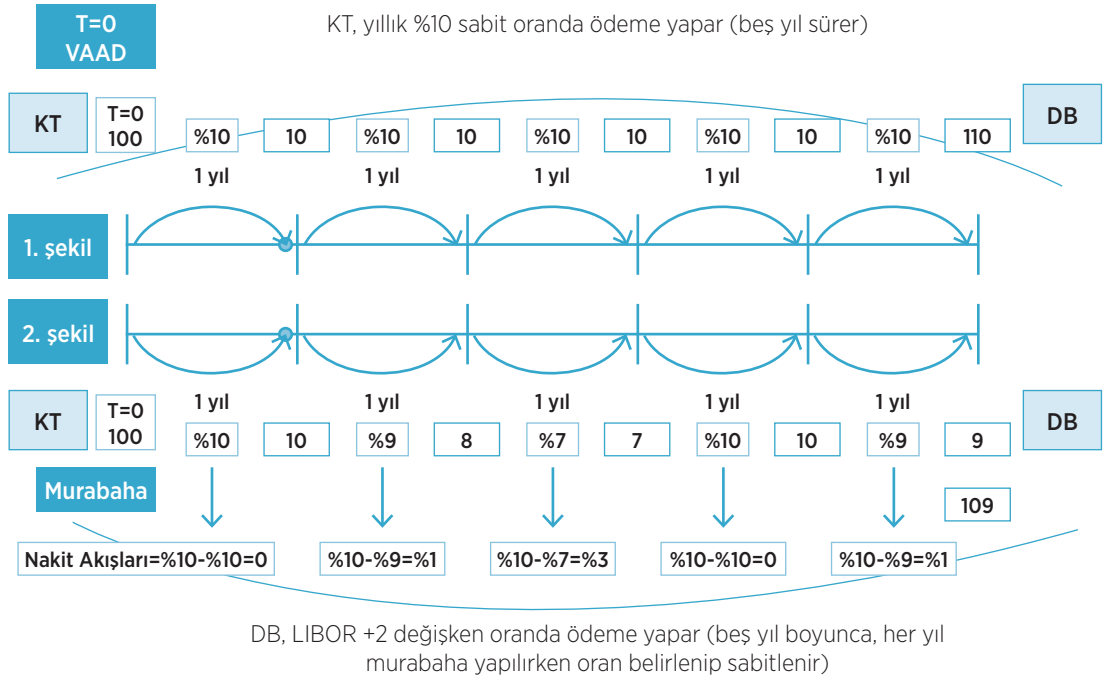
Çapraz kurlu (cross currency) swap işleminin kârlı swap işleminden (profit rate swap) farkı, farklı döviz cinslerinin kullanılmasıdır. CCS işleminde kârlı swap işlemi yapılmasının yanı sıra, ilgili işlemin ilk gününde spot olarak farklı dövizler için belirlenen kur üzerinden swap yapılması, vade bitiminde de bu dövizler tekrar swap yapılarak anapara işleminin gerçekleştirilmesidir. Bu işlemlerin akabinde ayrıca kârlı swap işlemlerinde yapacağımız murabaha işlem vadelerine denk gelecek döviz alım-satım işlemi yapmayı vaad etmek suretiyle işlemler yapılacaktır. Bu işlemler proje finansmanları, kira sertifikası ihraçları gibi nitelikli işlemlerde kullanılabilecek bir risk azaltıcı (hedge) üründür.

Şekil 2.5: Kârlı swap işleminin (PRS) bilançoya etkisi

PRS ÖDEMELERİ				XYZ KATILIM BANKASI BİLANÇO			NET FİNANSAL BİLANÇO GELİRİ	
ORAN		PRS Net Nakit Akış	XYZ Kat. B.	AKTİF 100 MİO USD (Sabit, 6 Aylık, %5)	Pasif 100 Mio USD (Değişken, Aylık, LIBOR+1)			
LIBOR	XYZ, Sabit Öder	A Bankasından (LIBOR+2) alır		Oran	Tutar	Oran	Tutar	
1. Ay %3	%5	%5	0 USD	%5	416.000 USD	%4	-333.000 USD	83.000 USD
2. Ay %4	%5	%6	83.000 USD	%5	416.000 USD	%5	-416.000 USD	83.000 USD
3. Ay %1	%5	%3	-166.000 USD	%5	416.000 USD	%2	-166.000 USD	83.000 USD

Kaynak: Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş., Ürün Onay Formları, 2014

Şekil 2.6: Örnek ürün şekilsel gösterimi

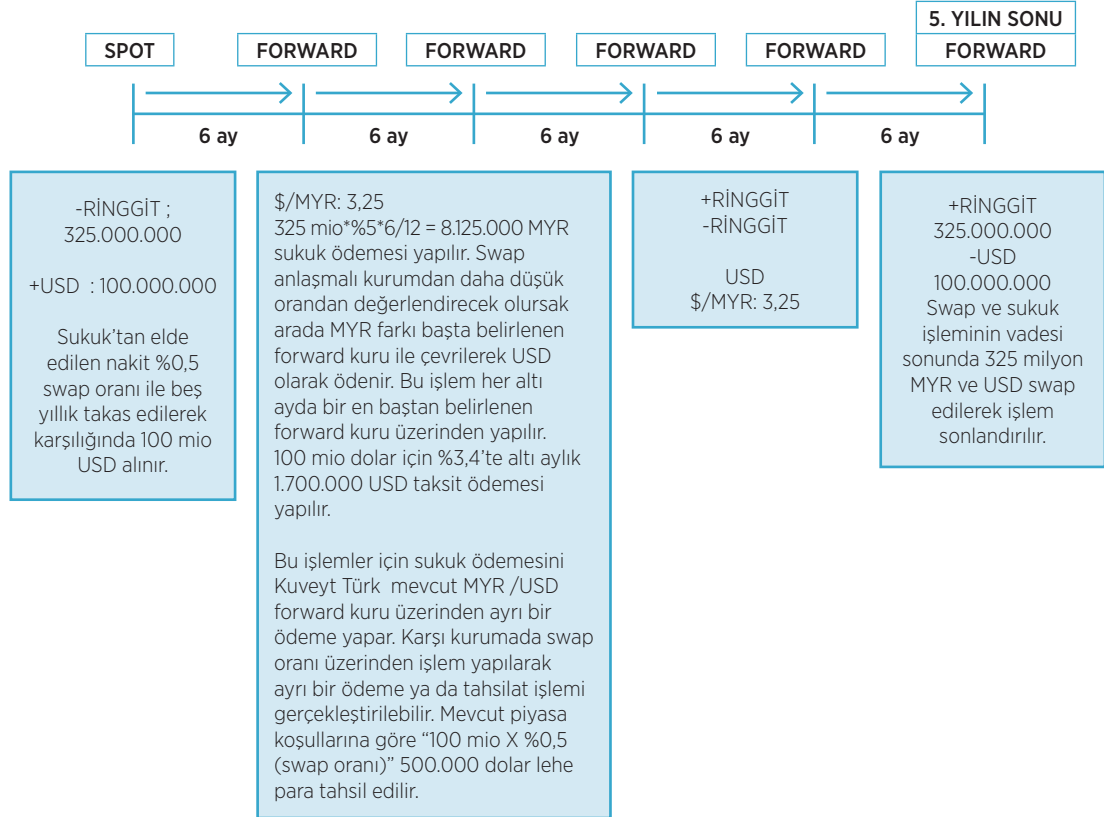


Kaynak: Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş., Ürün Onay Formları, 2014

Açıklama:

- i) Birinci düz çizgi, işlemin sabit getiri ayağını temsil etmektedir. Örneğin, proje finansmanı gibi sabit getiri üzerinden fon kullandırımı yapılırken elde edilen kâr payları sabittir. Proje finansmanında olduğu gibi fon kullandırımı riskini sınırlamak için projenin yıllık sabit getirilerine denk gelecek şekilde “mal (commodity) murabahası” işlemi yapılır. Buna göre her dönemde aynı gün, iki gün önce veya herhangi bir gün (tarafalara bağlı olarak) kâr payı getirisi oranında “mal murabahası” yapma vaadi işlemlerin en başında verilir. Bu vadelere göre murabahaların yapılacağı vade, dönem, sabit kâr oranı belirlenir. Örneğin: Beş yıllık bir projenin yıllık getirisi on milyon TL ise projenin başında her yılın sonunda on milyon TL kâr edecek şekilde “Mal murabahası” işlemi vaadi verilir. Her yılsonunda bu işlemler yapılır.
- ii) İkinci düz çizgi, dalgalı getiri ayağını temsil etmektedir. Katılım hesaplarının ortalama vadesi üç ay olup, maliyet kalemi ortalama üç ayda bir değişmektedir. Kârlı swap işlemi yapılmasına karar verildiğinde, her periyotta aynı gün veya iki gün önce her kâr payı getirisi oranında mal murabahası işlemi vaadi işlemlerin en başında verilir. Bu vadelere göre murabahaların yapılacağı vade, periyod, ‘LIBOR + sabit oran’ belirlenir.
- iii) Birinci ve ikinci şekildeki tarafların her ikisi mal murabahası işlemi yaptıktan sonra, her iki murabaha işlemi sonucunda ortaya çıkan tutar arasındaki fark kadar taraflar arasında nakit akışı olur.
- iv) Çapraz kurlu swap işlemi (cross currency swap), farklı para birimleri üzerinden yapıldığı için aşağıda şekildeki gibi forward ve spot işlemler gerçekleşir.
- v) Çapraz kurlu swap işlemleri, farklı sözleşmeler doğrultusunda spotta ve forward’da anaparaların aynı oran üzerinden değiştirilmesi ve periyodik olarak mal murabahası yapılması şeklinde ya da “kârlı swap” modelinde olduğu gibi bir tarafta tek bir murabaha yapısı ve periyodik ödemeleri ile bu periyodik ödemelere denk gelen ayrı ayrı farklı döviz cinsinde murabahaların yapılmasını içerebilir.

Şekil 2.7: Çapraz kurlu swap (CCS) işlem örneği



### Çapraz Kurlu (Cross Currency) Swap Örneği:

Kuveyt Türk 325 milyon Malezya Ringit bazlı Sukuku %5 getiri oranı ile beş yıllık ihraç eder. Kuveyt Türk aldığı 325 milyon MYR'yi işlemin en başında belirlenen 3,25 kur ile Swap ederek, karşı kuruluştan (counterpart) 325 mio MYR karşılığında 100 milyon dolar alır. Kuveyt Türk bu ihraç kapsamında her altı ayda bir 8.125.000 MYR ödemesini sukuk satın alanlara yapar. Bu ödemeyi, swap ile verilen MYR kapsamında elde edilen MYR getirisi ile yapar. Yapılacak swap anlaşmasına göre müşteriden elde edilecek MYR geliri sukuk ihracı ile aynı oranda yapılırsa, swap yapılan kuruluştan alınan MYR geliri sukuk alanlara doğrudan ödenir. Karşı bankadan alınan 100 milyon USD'nin altı aylık gider ödemesi doğrudan karşı bankaya yapılır. Malezya'nın 2014 yılı piyasa koşullarına göre MYR borçlanması %5, USD borçlanması %3,4 ile yapılmaktadır. Bu piyasa koşullarına göre USD/MYR swap oranı %0,5 lehe olduğu görülmektedir. Sukuk ihracı dolar borçlanmasını tek tek yapmak yerine swap oranı ile her altı ayda bir yapılarak mahsuplaşma yoluyla işlemler gerçekleştirilir.

- \$/MYR: 3,25
- Kuveyt Türk ödemesi: Her altı ayda bir,  $(100.000.000 * \%3,35 * 6/12) = 1.000.000$  USD ödeme yapar.
- Sukuk Oranı: %5 (Her altı ayda bir, Kuveyt Türk'e  $(325.000.000 * \%5 * 6/12) = 8.125.000$  MYR ödeme yapılacak, Kuveyt Türk bu tutarı sukuk müşterilerine ödeyecek.)
- USD/MYR Swap: %0,5'tir. MYR'nin getirisi daha çok olduğu için swap işleminden ilave getiri elde edilecektir. Her altı ayda bir gerçekleşecek bu ödemelerin haricinde, swap oranı kadar bir ödeme daha olacaktır.

### Ürünün Temel Özellikleri

- i) Sözleşmenin başında tarafların her ikisi de sözleşmede yer alan dönemlerde ve vadede "mal murabahası (commodity murabaha)" işlemi yapmayı vaad eder.
- ii) Her dönem sonunda ya da bitmeden taraflar "mal murabahası" yapar. Mal murabahası miktarı anapara kadar değil, olması beklenen kâr tutarı kadar olabilir. Böylece aracılar ödenecek olası yüksek komisyon masraflarından kaçınılır.
- iii) "Mal murabahası" işlemleri sonunda oranlar arasındaki fark kadar nakit akışı olur.
- iv) Nakit akışları, vade sonuna kadar her dönemde yapılan "mal murabahası" işlemlerine dayanır.

- v) “Mal murabahası” işleminde, işlemler farklı para cinslerinden olduğu için, nakit akışlarının netleştirilebilmesi için para birimlerinin çevrilmesi gerekmektedir. İşlemin en başından forward kuru belirlenerek para birimleri birbirine çevrilir ve nakit akış işlemi gerçekleştirilir.

### **Kârlı Swap Ürününün Katılım Bankalarına Faydaları**

- i) Katılım bankalarının aktif ve pasif mevcutlarının dengesinin korunması sağlanır.
- ii) Piyasa getirilerindeki ani değişikliklere karşı koruma sağlanır. Kaynak ve getiri arasında denge kurularak getiri oranları sabitlenir. Bu ürün ile vade ve getiri riski düşürülür.
- iii) Kaynak kullanım maliyetlerinin artış riski en aza indirilir.
- iv) Farklı piyasalara erişim imkânı sağlanır.
- v) Etkin risk yönetimi sağlanır.
- vi) Farklı vadelerle, uzun vadeli fon kullanılmasına imkân sağlanır.

Katılım bankalarının son yıllarda nadiren de olsa kullanmaya başladığı bu ürün çok az başvurulacak bir finansal araç olacaktır. Proje finansmanı ya da farklı döviz cinslerinden kira sertifikası ihraçlarının artması bu ürüne olan ihtiyacı arttıracaktır. Ayrıca piyasa oranlarındaki olası yüksek dalgalanmalar karşısında, katılım bankalarının başvuracağı sayılı risk azaltıcı ürünlerden biridir.



## 2.2.5 Sukuk - Kira Sertifikaları

### 2.2.5.1 Sukuk Tanımı

Sukuk, sak kelimesinin çoğuludur ve eşit değerli sertifikalar anlamına gelmektedir. En basit şekliyle sukuk bir varlığa sahip olmayı veya ondan yararlanma hakkını göstermektedir. Sukukta yer alan hak-iddia sadece nakit akışı hakkı değil, aynı zamanda mülkiyet hakkıdır. Bu, sukuku tahvil ve bonodan farklılaştırmaktadır. Geleneksel borçlanma araçları faiz taşıyan menkul kıymetlerden oluşurken, sukuklar temel olarak varlık sepetinde sahiplik hakkından oluşan yatırım sertifikalarıdır. Bölünmez hisselerle sahiplik yetkisini temsil ederler ve İslami (faizsiz) bono olarak tanımlanmaktadır. Faizsiz bono olarak tanımlanmasının nedeni, dünya üzerinde şu ana kadar ihraç edilen sukukların tahvil-bono gibi sabit getiri vermesinden kaynaklanmaktadır. Her ne kadar birçoğunda getiri garanti edilmese de, bir varlığa dayalı olarak çıkarılsa da, çoğunlukla getirinin sabit olması ve dolayısı ile sukuk fiyatı hesaplanmasının tahvil-bono gibi olması, sukukun faizsiz bono gibi ifade edilmesine yol açmıştır. Ancak İslam kelimesinin faiz ile özdeşleşmiş bono kelimesi ile beraber kullanılması, faizsiz finans ilkeleri açısından çok tartışma yaratacağı aşikârdır. Bununla birlikte sabit getiri, faiz taşıyan bonolara İslam hukukunda izin verilmemiştir. Bu nedenle sukuk, faiz ödemeyi veya faiz masrafı yüklemeyi yasaklayan, sektördeki danışma kurulu üyeleri tarafından icazet verilmiş, İslami hukuku ilkelerine uygun menkul kıymetlerdir.

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

### 2.2.5.2 Sukuk ile Bono Arasındaki Farklar

Bono: ihraç edenin faiz ödemeyi kabul ettiği ve belirtilen vadede bono sahibine anapara ve faiz ödemesini taahhüt ettiği bir borç sertifikasıdır.

Sukuk:

- Sukuk bir borçlanma aracı değildir; temelinde mutlaka bir dayanak varlık bulunmaktadır. Sertifika sahibine dayanak varlıktan doğan gelirden istifade etme hakkını tanır. Gelir, faizsiz bankacılık ilkelerine uygun olan varlıklardan elde edilir (örneğin, gayrimenkulün kiralınması).
- Sukukta yatırımcılar bir yatırım projesine katılarak riski beraber üstlenmektedir.
- Sukuk da bono gibi borsalara kote edilebilir, derecelendirilebilir ve beher sertifika fiyatını alır.

Tablo 2.1: Sukuk-Bono arasındaki farklar

	Kira Sertifikası	Bono
<b>Özü</b>	Borç değildir, belirli varlık/proje/ hizmetlerde yatırımcıların bölünmez hisselerini ve haklarını temsil eder.	İhraç edenin borcudur.
<b>Dayanak*</b>	Asgari %51 maddi varlıklara dayanır.* Proje, dayanak varlık veya bir hak/ hizmet üzerinde yatırımcıya mülkiyet hakkı tesis eder.	Gerekli değildir. Genelde dayanak varlık olmadığı için teminata bağlanmamıştır. Alacaklılar alacaklarını doğrudan borçludan talep ederler.
<b>Teminat</b>	Yapılandırılmış ek teminatların yanı sıra temel varlıklarda veya projelerde sahiplik hakları ile teminatlandırılmıştır.	Genellikle teminatsız senetlerdir.
<b>Anapara ve Gelir</b>	İhraç eden tarafından garanti edilmez.	İhraç eden tarafından garanti edilir.
<b>Amaç/İlke</b>	Faizsiz finans ilkelerine uygun amaçlar dahilinde ihraç edilirler.	Herhangi bir amaç için ihraç edilebilirler.
<b>Sertifika Sahiplerinin Riskleri</b>	Sertifika sahipleri temel varlıkların/ projelerin performansından payları oranında etkilenirler. Ayrıca borçlunun performansı da sukuk ödemelerini etkileyebilir.	Bono sahipleri dayanak varlık söz konusu olmadığı için dayanak varlığın performansından değil sadece borçlunun finansal durumundan etkilenirler.
<b>İhraççı</b>	Sermaye şirketi veya tacir niteliğini haiz gerçek veya tüzel kişilerin bir araya gelerek ve mal varlıklarını birleştirmek suretiyle yazılı bir sözleşmeye istinaden oluşturdukları adi ortaklıktır.	Kamu ve özel hukuk tüzel kişileridir.

\* %51'lik varlığa dayandırılması oranı ikinci el kira sertifikası piyasasında önemli bir yer teşkil etmektedir. Bu oran sağlandığında, bu sukuk ikinci el piyasada işlem görebilir ve likide edilebilme olanağı vardır. Vadesi gelmeden satılabilme olanağı kira sertifikaları piyasasının derinleşmesine katkı sağlar, yatırımcı açısından piyasada çok büyük dalgalanmalar olmadığı sürece elde tuttuğu süre kadar kârını alıp kira sertifikasından çıkabilme olanağı sağlamaktadır. %51'lik oran sağlanmadığında, yatırımcılar bu sukuk türüne yatırım yapmakta imtina edebilir. Çünkü bu sukuk türünün ikincil piyasada alım-satımın yapılmasına mevcutta uygulanan fiki yorum çerçevesinde onay verilmemiştir. AAOIFI (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions) ve IIFA (International Islamic Fiqh Academy) yaptığı son güncelleme ile bu oranı %51'den %33'e düşürmüştür. Türkiye'de %51 varlık, %49 mal murabahası (commodity murabaha) yapılmasına bazı danışma kurulları izin verebilirken, %1'lik mal murabahası yapılmasına karşı çıkan danışma kurulu üyeleride mevcuttur. Oransal bazda bu fiki tartışma sürmekte olup, hem Türkiye'de hem de dünyada bir görüş birliğine varılmış değildir. Sukuk ihraç eden kuruluşların bünyesinde muhakkak varlık bulunduruyor olması gerekliliği, sukuk ihraççı sayısının ve ihraç tutarlarının sınırlanmasına neden olmaktadır. Ayrıca bazı danışma kurulu üyeleri %100 murabaha sukuku ihraçlarına izin vermiş olsalar dahi, bu sukukların ikincil piyasada alım-satımına konu olmasına olumlu görüş vermemekte, vade bitimine kadar yatırımcı uhdesinde tutulması gerektiğini savunmaktadırlar.

Ayrıca yukarıdaki tablo 2.1'de ülkemizde uygulanan kira sertifikası türlerini gösteren bir tablo olup, varlığa dayalı sukuk türleri için geçerlidir. İlerleyen bölümlerde detaylıca anlatılacağı üzere çok farklı sukuk türleri mevcuttur. Özellikle dünyada çok yaygın olan sukuk türü herhangi bir varlığa dayalı (asset backed) olmayıp, varlık temellidir (asset based).

Sukuk ihraç eden kuruluşlara baktığımızda; devlet, reel sektör, bankalar gibi kamu ve özel sermaye şirketleri ile adi ortaklıklar her türlü sukuku ihraç edebilirler (Kira sertifikaları tebliği madde-3/ğ). Adi ortaklıkların bono ihraç edemeyip sukuk ihraç etmesi, yasal otorite mevcut hukuk uygulamasında sukukun farklılaşmasına yol açmıştır. Diğer tüm tüzel kişilikler bono ihraç edebildiği gibi sukukta ihraç edebilecektir. İhraç eden kuruluşun yapacağı sukuk ihracı, sukukun detaylarına ve sözleşmelerine bakılarak fikhî boyutta değerlendirilmeye tabi tutulur. Fikhî boyutta herhangi bir engel yoksa her türlü kamu kurumu ve özel kuruluş sukuk ihraçlarını gerçekleştirebilirler.

### 2.2.5.3 Sukuk Çeşitleri

Sukuklar dayanak varlık ve/veya hak baz alınarak ihraç edilmektedir. Nihai olarak net bir ayırma tabi tutulmasa da, ihraç edilen sukuk türlerinin hepsinin İslami bankalarda kullanılan ürünlerden oluştuğu söylenebilir.

Sukuklar üç ana başlık altında aşağıdaki gibi sınıflandırmaya tabi tutulabilir;

- a) **Sözleşme Türlerine Göre Sınıflandırma**
- b) **Ticari İşlevine Göre Sınıflandırma**
- c) **Varlığı Temsil Gücüne Göre Sınıflandırma**

---

<sup>1</sup> Şensoy Necdet, Kira Sertifikası Sunumu, 2014

### 2.2.5.3.1. Sözleşme Türlerine Göre Sınıflandırma

- a) Satış Sözleşmesine Dayalı Sukuk Çeşitleri
  - i) Murabaha Sukuk
  - ii) Selem Sukuk
  - iii) İstisna Sukuk
  - iv) Bedeli Tecil Edilmiş Sözleşmeye Dayalı Olanlar (BBA)
- b) Kira Sözleşmesine Dayalı Sukuk Çeşitleri
  - i) İcare Sukuk
- c) Ortaklık Sözleşmesine Dayalı Sukuk Çeşitleri
  - i) Mudarebe Sukuk
  - ii) Muşareke Sukuk
- d) Vekâlet Sözleşmesine Dayalı Sukuk Çeşitleri

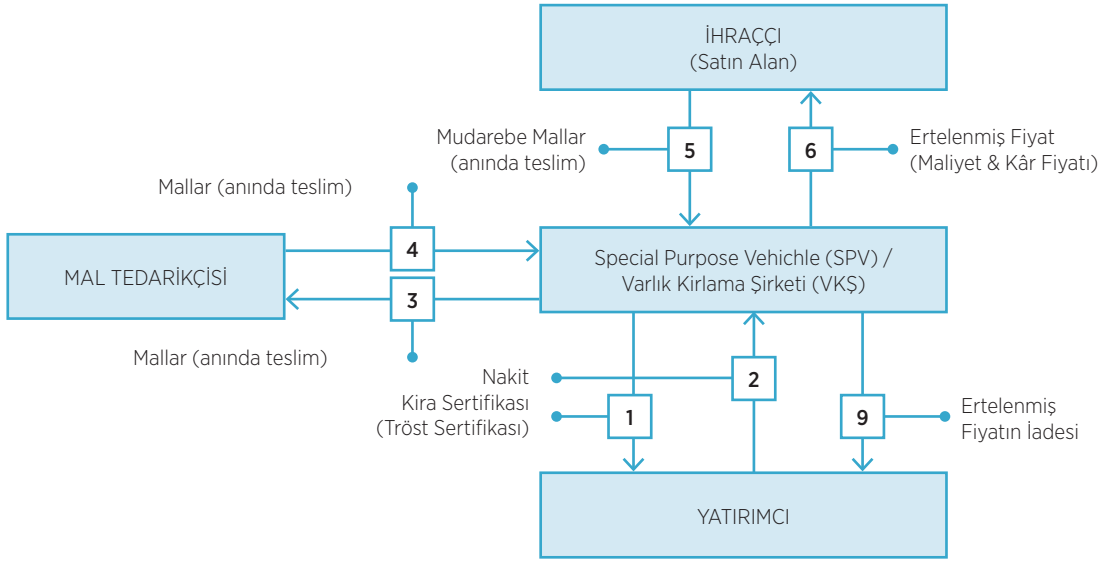
#### 2.2.5.3.1.1 Satış Sözleşmesine Dayalı Sukuk Çeşitleri

**Murabaha Sukuk:** Katılım bankacılığında “murabaha”yı kısaca tanımlarsak: Murabaha (satıcı tarafından maliyet fiyatı ve kâr oranı açıklanan satış) İslam Ticaret Hukukunda “güven esasına dayalı alışveriş sözleşmeleri” arasında yer alır. Bu alışverişte satıcı malın kendisine maliyetini müşteriye açıklamakta ve bu maliyet üzerine bir miktar kâr koyarak satmaktadır. Alıcı, satıcının bu beyanına güvendiği için bu tür satış, güven esasına dayalı satış sözleşmeleri arasında yer alır. Satıcının malın maliyetini açıklarken kesinlikle doğru miktarı söylemesi gerekmektedir. Müşterinin aldatıldığı ortaya çıkarsa akitten dönme hakkı vardır.<sup>2</sup>

Bu sukuk türünde sertifika ihraç eden taraf emtia murabahası satıcısı, murabaha alan emtianın alıcısı ve fon da emtianın satın alma maliyetidir. Sertifika sahipleri murabaha emtiasına sahip olurlar ve emtianın tekrar satışında nihai satış fiyatı hakkına sahiptirler. Emtia satıcısı sukuk ihraç eder. Emtia alıcısı yani sukuk sahipleri fon sağlamış olur. Burada yapılacak işlem mal murabahası şeklinde cereyan etmelidir, aksi halde İyne (hileli satış) riski söz konusu olacaktır.

<sup>2</sup> Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş, Faizsiz Bankacılık Ders Notları

## Şekil 2.8: Murabaha sukuk yapısı



Kaynak: DFC (Dubai Financial Center), Sukuk Çalışma Kitabı 2013

**Selem Sukuk:** Finansman ihtiyacı duyan bir kişinin peşin bedel karşılığında ileride teslim etmek üzere bir miktar misli mal satması (selem) faizsiz yoldan finansman açığını kapatmak için kullanılan bir yöntemdir.<sup>3</sup> VKŞ tarafından ihraç edilen selem sukuk ile tasarruf sahiplerinden fon temin edilir. Temin edilen fonlar, belli bir malın ileriki bir tarihte teslim alınacağı sözleşmesi ile VKŞ'ye ödemedede bulunulur. VKŞ sözleşmede belirtilen miktardaki emtiayı, teslim etme zamanında daha yüksek bir fiyattan satabilir. Alış ile satış fiyatı arasındaki tutar farkı kârdır ve geri ödeme safhasında sukuk yatırımcılarına dağıtılır.

### Selem Sukuk İşlem Adımları

- VKŞ bir yükümlü ile hem malları hem de alıcıları bulmak için anlaşma imzalar. Yükümlü, sukuk-alıcıları adına malları almayı ve sonrasında yine sukuk sahipleri adına kâr etmek için malları satmayı taahhüt eder.
- Selem belgeleri yatırımcılara verilir ve VKŞ sukuk getirilerini alır.
- Selem getirileri ileriki bir tarihte malları satacak olan yükümlüye verilir.

<sup>3</sup> Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş., Faizsiz Bankacılık Ders Notları

- iv) VKŞ yükümlüden malları alır.
- v) Yükümlü sukuk sahipleri adına malları kâr için satar.
- vi) Sukuk sahipleri malların satış getirilerini alır.

**İstisna Sukuk:** Katılım bankacılığında “istisna”yı kısaca tanımlarsak: İstisna akdi, peşin ya da vadeli bir bedel mukabilinde bir malın yapılıp / imal edilip teslim edilmesi işlemidir. Böylece bir taraf finansman sağlamakta diğer taraf da gelecekte teslim alacağı bir mal için anlaşma yapmış olmaktadır. Örneğin ayakkabı, elbise, kapı, pencere, bina, gemi, makine vs. üretip teslim etmek üzere peşin ya da veresiye bedelle anlaşma yapmak meşrû kabul edilmiştir. Bugün özellikle müteahhit firmalar maket üzerinden peşin ya da vadeli bedelle ev satışı yapmakta ve böylece proje için gerekli finansmanı temin etmektedirler.<sup>4</sup>

Sertifika sahibinin sahip olduğu ürünleri imal için gerekli fonların sağlanması amacıyla ihraç edilen ve eşit değer taşıyan sertifikalardır. Bu sukuk yapısı inşaat ve taahhüt projelerinin gerçekleştirilmesinde yüklenici firmaya finansman sağlanmasında kullanılmaktadır. İkinci el piyasada alım-satıma uygun olmayan bir sukuk türüdür.

### İstisna Sukuk İşlem Adımları

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

**BBA (Bai Bithaman Ajil):** Vadeli satış kontratıdır. Malın piyasadaki peşin alınıp müşteriye kâr ilave edilip satılmasıdır. İkinci el piyasada alım-satıma uygun olmayan bir sukuk türüdür.

<sup>4</sup> Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş., Faizsiz Bankacılık Ders Notları

### 2.2.5.3.1.2 Kira Sözleşmesine Dayalı Sukuk Çeşitleri

Katılım bankacılığında “kiralama”yı (icâra) kısaca tanımlarsak: Şahısların ve kurumların nakit sıkıntısına düştüklerinde ya da yatırıma ihtiyaç duyduklarında başvurdukları faizsiz finans yöntemlerinden biridir. Satın almaya gücümüzün yetmediği mallar kiralanarak kullanılabilir. Böylece malın mâliki olunmadan da ondan istifade etme imkânı bulunmuş olur. Yani kiralamada üzerinde akit yapılan şey malın menfaatidir (bk. Mecelle, md: 420). İcâra, fukahânın ıstılahında “malum menfaati malum bedel mukabilinde satmak” (Bk. Mecelle, md:405) şeklinde tanımlamıştır. Bugün insanlar ev, işyeri, arsa, makine, araba gibi pek çok eşyayı kiralamak suretiyle kullanmaktadır.<sup>5</sup>

Sabit getiriye imkân veren bir sukuk çeşididir. Bu yapı varlığın devredilmesi ve geri kiralanmasına dayanmaktadır. İcare sukuk sertifikaları, kiralanın varlıklar üzerinde bölünemez ve eşit değerli mülkiyet hakkını temsil ederler. İkinci el piyasada işlem görmeye uygun sermaye piyasası araçlarıdır. Kira bedeli sabit veya belli bir endekse bağlı (değişken) olarak belirlenebilir.

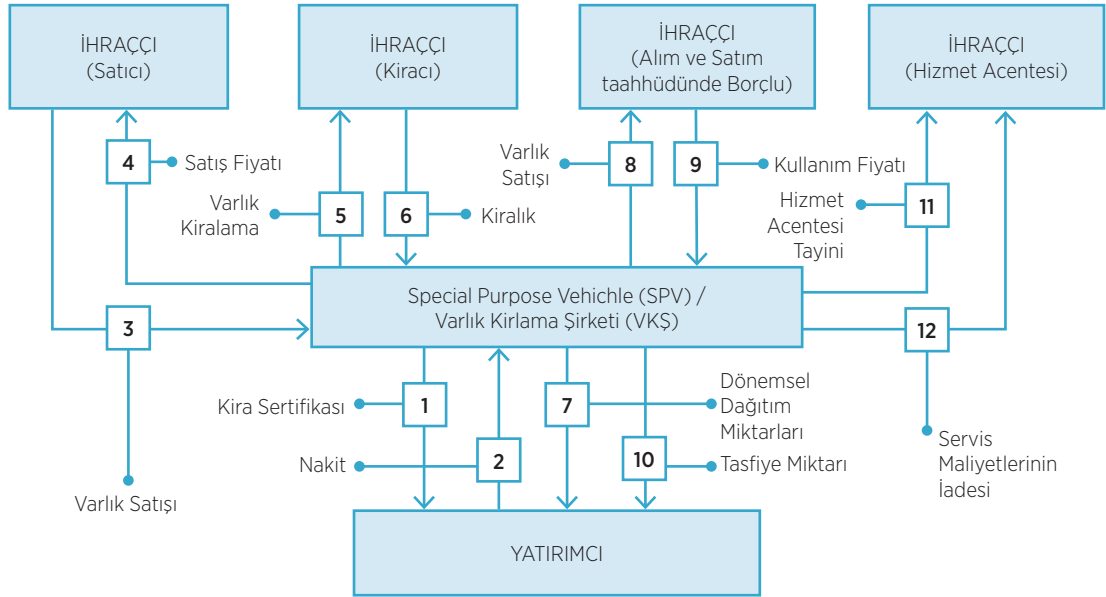
#### İcare Sukukun Özellikleri

- i) Tüketilebilen şeylere dayalı icare sukuk çıkarılamaz.
- ii) İcare sukuka dayalı olan varlık/varlıklar, VKŞ'nin malvarlığına geçer.
- iii) VKŞ, varlığın kullanım hakkını kaynak kuruluşuna devreder.
- iv) Varlık, kira sözleşmesinde belirtilen amaçlar dışında kullanılamaz.
- v) Sözleşmeler ile kira süresi, dönemleri ve şartları kararlaştırılır.
- vi) Varlık üzerine ekleme, çıkarma, onarma gibi şartlar, sözleşmeler ile önceden kararlaştırılır.
- vii) Gayrimenkul icare sukuka konu ise tapuda değişiklik gerekir. Devri tescile tabi bütün varlıklar için geçerli bir durumdur. Malezya'da tapu yerine sözleşme ile sahiplik değişikliği sağlanır.
- viii) Kira sertifikaları itfa edilinceye kadar, varlık kiralama şirketinin portföyünde yer alan varlıklar ve haklar, ihraççının yönetiminin veya denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi hâlinde dahi teminat amacı dışında tasarruf edilemez, rehnedilemez, teminat gösterilemez, kamu alacaklarının tahsili amacı da dâhil olmak üzere haczedilemez, iflas masasına dâhil edilemez, ayrıca bunlar hakkında ihtiyati tedbir kararı verilemez. VKŞ bakımından tasarruf kısıtlaması, kaynak kuruluş bakımından haczedilmezlik diyebileceğimiz bir durum söz konusudur.

<sup>5</sup> Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş., Faizsiz Bankacılık Ders Notları

- ix) VKŞ, varlıklar ve haklar üzerinde esas sözleşmesinde izin verilenler hariç olmak üzere, üçüncü kişiler lehine hiçbir ayni hak tesis edemez ve bunları kira sertifikası sahiplerinin menfaatlerine aykırı bir şekilde kiralayamaz veya devredemez.
- x) Varlık sigortalanabilir (tekafül sistemi yoksa normal sigorta kabul edilebilir).
- xi) Varlık, kira (kendisinde kiracının yararlanabilmesi) işlevini yitirirse kira sözleşmesi sona erer.
- xii) Sigortadan alınabilecek varlık ile kira devam edebiliyorsa, kira sözleşmesi devam edebilir.
- xiii) Sigortadan alınacak tazminat ile yatırımcıların zararı karşılanabilir.
- xiv) Kaynak kuruluşun varlığı yanlış kullanmasından kaynaklanan zararlar için, VKŞ kaynak kuruluşa rücu edebilir.

**Şekil 2.9: İcare sukuk yapısı**



Kaynak: DFC (Dubai Financial Center), Sukuk Çalışma Kitabı 2013



**Tablo 2.2: İcare sukuk sözleşmeleri**

Doküman	Taraflar	Amaç
Alım-Satım Sözleşmesi	Kaynak Kuruluş: Satıcı olarak VKŞ: Satın alan olarak	VKŞ, bu sözleşme ile varlığın ürettiği gelirin sahibi olur. Kaynak Kuruluş ise fonu alan olur.
Kira Sözleşmesi	VKŞ: Kiralayan Kaynak Kuruluş: Kiracı	Bu sözleşme ile kaynak kuruluş bu varlığı kullanmaya devam eder. VKŞ, kira geliri elde etmeye başlar.
Servis Vekâleti Sözleşmesi	VKŞ: Kiralayan Kaynak Kuruluş: Servis vekili olarak	VKŞ varlık ile ilgili olarak sigorta, bakım onarım ve vergi ödemeleri ile ilgili sorumlulukları kaynak kuruluşa devreder.
Satın Alma Taahhüdü (Vaad)*	VKŞ lehine kaynak kuruluş vaadi	VKŞ, kaynak kuruluşa sözleşme vadesinde varlığı geri satma vaadi verir. VKŞ, vade sonunda yatırımcılara ödenmemiş miktarın (anapara) itfasını yapar.
Satma Yükümlülüğü (Vaad)*	Kaynak kuruluş lehine VKŞ vaadi	Kaynak kuruluş, VKŞ'ye sözleşme vadesinde varlığı geri satın alma vaadi verir. Kaynak kuruluş, vade sonunda VKŞ'ye ödenmemiş miktarı öder.

Kaynak: DFC (Dubai Financial Center), Sukuk Çalışma Kitabı 2013

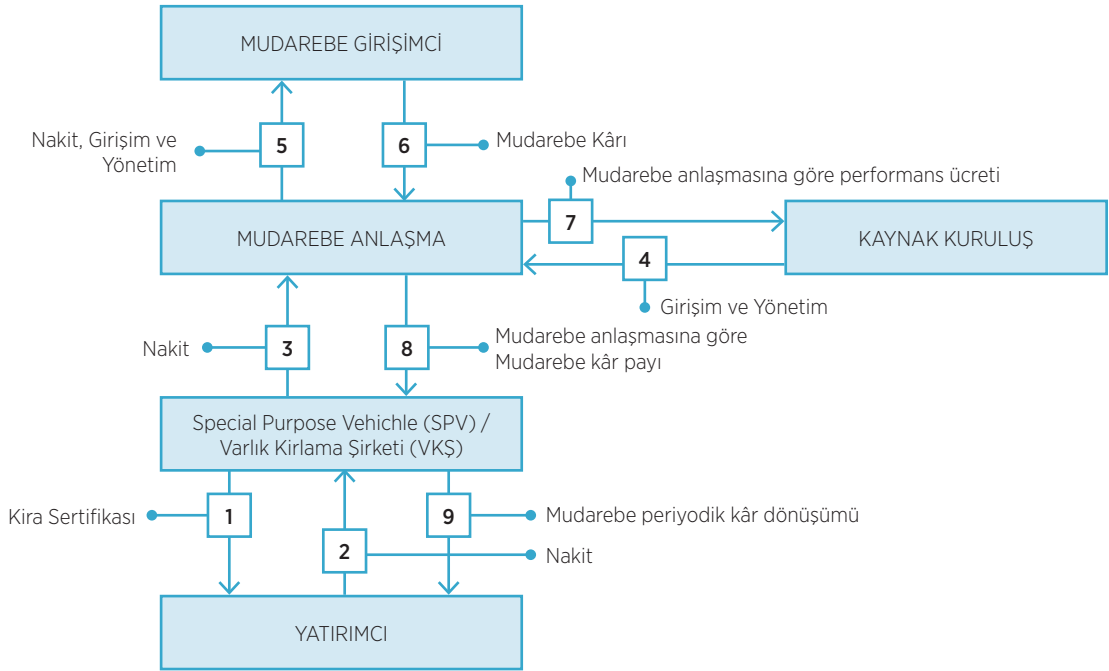
\*Vaad yani sözleşmeden dönme hakkı, tek taraflı olabileceği gibi iki taraflı cayma hakkı da olabilir. Türkiye'deki uygulamalarda cayma hakkı genellikle tek taraflı olarak uygulanmaktadır.

### 2.2.5.3.1.3 Ortaklık Sözleşmesine Dayalı Sukuk Çeşitleri

**Mudarebe Sukuk (Emek-Sermaye Ortaklığı);** Katılım bankacılığında “mudarebe”yi kısaca tanımlarsak: Finansman, bir işletmenin kuruluşu için olmazsa olmaz şarttır. Bu itibarla kişi ne kadar üstün beceri ve bilgi birikimine sahip olursa olsun mali gücü olmadığı müddetçe bir işletme açması imkânsızdır. Bu noktada uygulanabilecek en makul yöntemlerden birisi mali gücü olan fakat işletme kabiliyeti ya da zamanı olmayan birisiyle ortaklık kurmaktır. Bu ortaklıkta bir taraf sermayeyi diğer taraf ise işgücünü temin eder. Kurulacak bu ortaklık ile sermaye sahibi parasını, meşru bir yolla nemalandırmakta, işgücü sahibi de hem çalışmakta hem de para kazanmaktadır. Bir tarafın sermayesini, diğer tarafın ise emeğini ortaya koyarak meydana getirdiği bu tür ortaklığa emek-sermaye ortaklığı (mudarebe) denir.

Yatırımcının sermaye sahibi (Rabb al-Mal) sıfatıyla sermayeyi tedarik ettiği, ihraççının ise “Mudarib” sıfatıyla bilgi ve tecrübelerine dayanarak söz konusu sermayeyi yatırımlarda değerlendirildiği ve getirinin önceden belirlenen paylaşım oranı üzerinden dağıtıldığı bir sukuk yapısıdır. Yatırımcının koyduğu sermayenin geri ödenmesi garanti edilmemektedir.<sup>6</sup>

**Şekil 2.10: Mudarebe sukuk yapısı**



Kaynak: DFC (Dubai Financial Center), Sukuk Çalışma Kitabı 2013

**Muşareke Sukuk (Sermaye Ortaklığı);** Katılım bankacılığında “muşareke”yi kısaca tanımlarsak: Kâr/zarar ortaklığı yöntemlerinden biri de müşarekedir. Müşareke, sermaye ortaklığıdır. Bu ortaklık tarafların sermaye olarak belli oranda para koymaları ile gerçekleşir. Örneğin; katılım bankası ile bir başka kişi ya da kuruluş 500'er bin TL yatırım yaparak ortaklık kursalar, bu ortaklığa “sermaye ortaklığı/ müşareke” denilir.

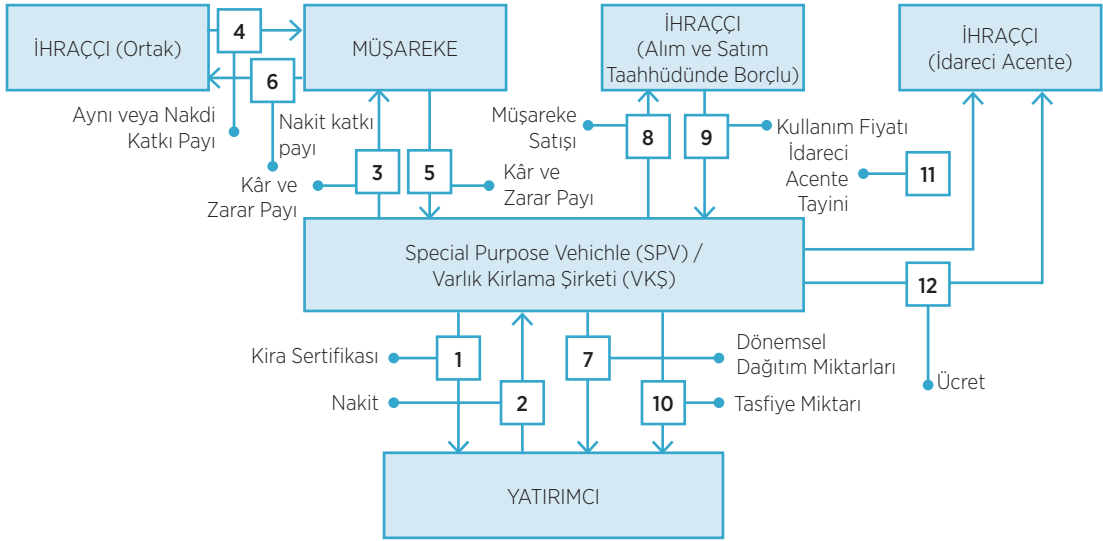
<sup>6</sup> Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş., Faizsiz Bankacılık Ders Notları

Bu ortaklığın da kendine özel şartları bulunmaktadır. Bunlardan birkaçını maddeler halinde şöyle sıralayabiliriz<sup>7</sup>:

- i) Kâr tarafların anlaşmasına göre paylaşılır. Buna göre sermayeye aynı oranda katılmış ortakların, kâr payı oranları birbirinden farklı olabilir. Zarar ise sermayedeki paylarına göre ortaklara yansıtılır.
- ii) Ortaklığa eşit hisse ile katılmak şart değildir.
- iii) Sermayenin kullanımına bir engel bulunmamalıdır.
- iv) Taraflar bu ortaklığı süreklilik esaslı üzerine kurabileceği gibi, belli bir vade sonunda bir tarafın hisselerini diğerine satması esasına göre de kurabilirler. Şöyle ki katılım bankası ile bir başka kuruluşun ortaklığında, katılım bankası zaman içerisinde hisselerini diğer ortağa satmayı amaçlayabilir. Diğer ortak katılım bankasının bütün hisselerini satın aldığı anda, şirketin mülkiyeti tamamen kendisine geçmiş olacaktır.

Yapı olarak Sukuk, mudarebeye benzemekte olup, ihraççının da sermaye katkısı sağladığı bir ortaklıktır. Yatırımdan elde edilen kâr önceden belirlenmiş oranlar dahilinde dağıtılır, zarar ise yatırılan sermayeyle orantılı olarak paylaşılır.

**Şekil 2.11: Müşareke sukuk yapısı**



Kaynak: DFC (Dubai Financial Center), Sukuk Çalışma Kitabı 2013

<sup>7</sup> Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş., Faizsiz Bankacılık Ders Notları

#### 2.2.5.3.1.4. Vekâlet Sözleşmesine Dayalı Sukuk Çeşitleri

Vekâlet sözleşmesine dayalı sukuk, İslami bankaların kullandıkları vekâlet ürününden gelmektedir ve İslami finansın yaygın olduğu piyasalarda Vekâlet (wakala) sukuk olarak adlandırılmaktadır (ingilizcede wakala olarak adlandırılmıştır). Ülkemizde bu sukuk türü yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikası olarak mevzuatımızda yerini almıştır. Vekâlet sukuk kaynak kuruluş tarafından yönetilmesi kolay olabilen ve elinin altında bulunan varlıklar üzerine ihraç edebilecek sukuk yapılarıdır. Varlık kiralama şirketi, dünya uygulamasında SPV (special purpose vehicle), yatırımcılardan topladığı fonları "Vekil'e" yönetmesi amacıyla belli bir oran üzerinden verir. Vekil, varlık kiralama şirketinden aldığı (SPV) nakitlere istinaden bir varlık havuzu oluşturur. Varlık havuzuna konulan varlıklardan elde edilen getirinin bir kısmı, sukukun ihraç edilmeden önce prensipte anlaşılan oran ve vade tarihinde VKŞ üzerinden yatırımcılara ödenir. Vekil oluşturduğu varlık havuzundan fazla kâr elde ederse, fazla kazanç kendisinde kalır, prensipte anlaştığı orandan daha düşük getiri elde ederse, elde edilen bu getiri yatırımcıya verilir. Yatırımcı anlaşma gereği bu getiriyi kabul etmek durumundadır. Vekil piyasadaki itibarın bozulmaması, yatırımcı güvenini sarsmamak ve bir sonraki ihracıda uygun oran ile yapabilmek adına yatırımcıya anlaşmanın altında bir oran dağıtmamaya dikkat eder. Bunun için kendi kârından vazgeçilebilir veya varlık havuzunu değiştirerek prensipte anlaşılan oranın altına düşmemeye çalışır. Bir varlığa dayalı olarak çıkarıldığı için ikincil piyasalarda alım-satıma konu edilebilir. Ancak ülkemizde bazı katılım bankaları varlığa dayanmadan sukuk ihracı ile fon topladıkları için, sukuka dayanak teşkil edecek varlık gösterilmediğinden ikinci elde bu tür sukukların alım-satımı yapılmamaktadır.

#### 2.2.5.3.2 Ticari İşlevine Göre Sınıflandırma

Sukuk işlemlerini devletler, şirketler gibi kaynak ihtiyacı duyan tüm kurumsal kuruluşlar yapabilir. Dünyadaki sukuk yapılarına baktığımızda büyük çoğunluğu, tahvil ve hazine bonolarında olduğu gibi, devlet kaynaklıdır. Devletin piyasaya girmesi ile sukuk piyasası aşama kaydederek özel sektörün önünü açmıştır. Gerek devlet gerekse şirketler bu sukukları bir varlığa ya da bir projeye dayandırarak/göstererek ihraç etmektedirler. İkinci derece sukuklar, kurumların sermaye arttırmak amacıyla mal murabahası yöntemi ile kullandıkları sermaye artışı ya da uzun vadeli borçlanma çeşididir.

- a) Şirket Sukukları (Corporate)
- b) Ülke Sukukları (Sovereign)
- c) Değiştirilebilir Sukuklar (Convertible)
- d) İkinci Derece Sukuklar (Subordinated)
- e) Eklenmiş Sukuklar (Stapled)
- f) Varlığa Dayalı Sukuklar (Asset Backed/Based)
- g) Proje Finansmanı Sukukları (Project Financing)

### 2.2.5.3.3 Varlığı Temsil Gücüne Göre Sınıflandırma

Varlığa Dayalı (Asset Backed) ve Varlık Temelli (Asset Based) olmak üzere iki ana çeşitten oluşmaktadır. Varlığa Dayalı Sukuk; finansal aracın arkasındaki varlık/varlıklar üzerindeki sahiplik haklarını içerir. Sahiplik hakları fiziki sahiplik veya kullanım hakkı olarak ifade edilebilir. Bir varlık havuzunda azınlık kısmını oluşturmak dışında alacak ve borçlara dayalı yapılandırma kabul edilmez.

#### **Genel olarak varlığa dayalı sukuklar aşağıdaki hususları içermelidir ;**

- VKŞ'ye gerçek bir satış olmalıdır.
- Sukuku elinde bulunduranlar arkasındaki varlığa rücu ederler.
- Potansiyel olarak varlığı kendisi yönetebilme veya üçüncü kişiye satabilme imkânına sahiptirler.
- Sukuk yatırımcıları sukuka dayanak olan varlıktaki değer dalgalanmasından etkilenebilirler.

#### **Genel olarak varlık temelli sukuklar ise aşağıdaki hususları içermelidir ;**

- VKŞ'ye gerçekçi olmayan (not perfected) bir satış gerçekleşir.
- Sukuku elinde bulunduranlar arkasındaki varlığa değil; sukuku çıkarana rücu ederler.
- Varlık getiri sağlayamaz duruma gelse bile sukuku çıkaran, beklenen getiriyi ödemek durumundadır.
- Kaynak kuruluş (originator) tek yönetici ve satın alıcı pozisyonundadır.
- Sukuk yatırımcıları sukuka dayanak olan varlıktaki değer dalgalanmasından genellikle etkilenmez.

Yukarıdaki ifadelerden anlaşılacağı üzere varlığa dayalı sukukun ihraç edilmesi, ilgili varlıkların devirleri vb. operasyonel işlemlerden dolayı çok uzun zaman almaktadır ve operasyonel olarak külfeti daha fazla ve maliyeti daha yüksektir. Varlık temelli sukukta ise fazla operasyonel yük oluşmamakta dolayısıyla daha az maliyetli olabilmektedir. Bu nedenle varlık temelli sukuk ihraç etmek daha az maliyetli ve daha kolaydır. Bu şartlar altında kurumlar genellikle varlık temelli sukuk ihraç etmektedirler. Dünyadaki uygulamalara bakıldığında ihraç edilen sukukların %95'i varlık temelli sukuklardan oluşmaktadır. Aşağıda maddelerde sukuk ihraç edilirken yapılması gereken sözleşmeler bulunmaktadır. Bu durum sukuk ihraçının ne kadar zahmetli ve operasyonel bir iş yükü getirdiğini göstermektedir.

**Sukuk ihraç edilirken türlerine göre aşağıdaki sözleşmeler yapılabilmektedir ;**

- a) Alım-Satım Sözleşmesi (Kaynak Kuruluş-VKŞ)
- b) Geri Alım-Satım Sözleşmesi (Kaynak Kuruluş-VKŞ)
- c) Devir Sözleşmesi
- d) Kira Sözleşmesi (Kaynak Kuruluş-VKŞ)
- e) Aracı Kurum-Kaynak Kuruluş Sözleşmesi
- f) Sigorta, Bakım, Yönetim Sözleşmesi (Kaynak Kuruluş-VKŞ)
- g) Vekil Sözleşmesi (Declaration of Agency)(VKŞ-Yatırımcılar)
- h) Ortaklık Sözleşmesi (Muşareke ve Mudarebe Sukuk)
- i) Garanti Sözleşmesi(Gelirleri garanti etmek için)

**2.2.5.4 Sukuk Riskleri**

Sukuklar da tahvil-bonolar gibi bir borçlanma aracı olarak algılanmaktadır, ancak bir varlığa ya da bir projeye dayanmasından dolayı tahvil-bonolardan açık bir şekilde ayrılmaktadır. Borçlanma araçlarından ayrı olarak düzenlenmiş farklı bir tebliği(yasal hükümleri) bulunmaktadır. Tahvil ve bonolara baktığımızda herhangi bir karşılığı olmadan borçlanıldığı için ihraç edenin temerrüdü durumunda ihraççı kuruluşun malvarlığına başvurulur. İflas eden şirketten alacaklar için diğer alacaklılar ile beraber iflas masasında tasfiyeden pay alınması beklenir. Tahvil ve bono da temerrüt söz konusu olduğunda, alacağını tahsil edememe durumunda hem başvurulacak belli bir varlığın olmaması hem de diğer alacaklılar ile beraber olmasından dolayı sukuka göre daha riskli araçlar olduğu söylenebilir. Ayrıca sukuk ihraç edecek şirket, gerçek amaçlı bir iş/varlık için ihraç işlemini gerçekleştirdiğinden dolayı, iflas durumunda ancak mevcut konjonktürün bozulması ya da olağan dışı bir durum nedeni ile temerrüt durumu oluşabilir. Bununla birlikte, ihraççı şirketin temerrüde düşmesi durumunda sadece sukuk alacaklıların başvuracağı, ihraç edilen o sukuka özgü bir malvarlığı mevcuttur. Bu malvarlığına, sukuk ihraççılarından başka alacaklıların başvuramaması ve bunun kanunla engellenmesi, sukuku diğer borçlanma araçlarına göre daha az riskli konuma getirmektedir.

Bu bilgiler doğrultusunda sukukun barındırabileceği riskler aşağıdaki gibi listelenebilir<sup>8</sup>:

- a) **Makro Risk**
- b) **Yönetim Riski**
- c) **Likidite Riski**
- d) **Fiyat Riski**
- e) **Kur Riski**
- f) **Mevzuat Riski (Danışma Kurulu Riski)**

**a) Makro Risk:** Makro risk, makro ekonomik ya da politik faktörlere ilişkin finansal riskler olarak adlandırılır ve makro ekonomik veya siyasi etkenlerle ilişkili olan mali riski ifade eder. Bu kavramın kullanılabileceği en az üç farklı durum vardır. Bir başka deyişle makro risk, menkul kıymetler ve fonlarda görülen iktisadi ve mali riskin, çeşitli ülkelerde görülen siyasi riskin ve siyasi riskten kaynaklanan iktisadi veya mali değişkenlerin etkisinin göstergesi olabilir. Makro risk ayrıca zaman içinde yatırımları, varlıkları, portföyleri ve şirketlerin gerçek değerini etkileyen iktisadi etken türlerini de ifade edebilir. Menkul kıymetler, fonlar ve portföylerle bağlantılı olan makro risk genellikle uzun vadeli zamana dayalı olarak mali planlamacılar, borsa tüccarları ve yatırımcıların ilgi konusunu oluşturur. Makro riske sebep olan bazı makro ekonomik değişkenler; işsizlik oranı, fiyat endeksleri, para politikası değişkenleri, faizler, döviz kurları, tarımsal ihracat ve hatta altın gibi mal fiyatları şeklinde sayılabilir<sup>9</sup>.

Sukuk devlet ya da özel sektör tarafından ihraç edilmektedir. Bir varlığa veya ticarete dayalı olarak ihraç edilen sukuk bir nevi borçlanma aracına benzediği için, ihraççının içinde bulunduğu ekonomik ve politik faktörlerden birebir etkilenir. Herhangi bir ekonomik veya politik risk durumunda, öncelikle sukukun ikinci el piyasasındaki fiyatını etkiler. Sukuka yatırım yapan bireysel ve kurumsal yatırımcılar, olumlu makro gelişmelerde sukuk fiyatının yukarı çıkması ile kira gelirinin yanında ilave anapara kazancı elde edeceklerdir. Aksi durumda sukuk fiyatı düşecek ve kira geliri kaybedebileceği gibi anaparadan da kaybetme riski bulunmaktadır. Makro riskin ikinci etkisi, doğrudan ihraççı ile alakalıdır. Eğer sukuk; muşareke ya da mudarabe gibi bir projeye endeksli ise, projenin olumsuz seyretmesi doğrudan sukuk fiyatını, dolayısı ile yatırımcısını etkileyecektir. Projenin gerçekleşmemesi durumunda yatırımcı anaparayı kaybetme durumu ile de karşı karşıya kalacaktır. Sukuk yatırımcısı, ihraç edilen sukukta projeye dahil olan varlıklar üzerinde hak sahibi olacaktır. Yani birebir tica-

<sup>8</sup> Şensoy Necdet, Kira Sertifikası Sunumu, 2014

<sup>9</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Macro\\_risk](http://en.wikipedia.org/wiki/Macro_risk) [Erişim 2014]

ret riski ile karşılaşacaktır. Ancak Malezya'da bu sukuk türleri "Trustee" türündeki finansal kuruluşlar tarafından getiri ve anaparası garanti altına alındığı için böyle bir risk bulunmamaktadır. Sadece taahhüdün yerine getirilip getirilmemesi durumuna göre "Trustee" firması riski üstlenmiş olur. "Trustee" konumunda ki firmalar Malezya'da çok yaygın olup, ihraç edilen sukuklara getiri garanti etmek için kurulmuş ayrı tüzel kişiliğe haiz firmalardır. İhraç edilen sukuk vaad ettiği getiriye vermediğinde, onu garanti eden "Trustee" firması garanti edilen tutarı tamamlamakla mükelleftir.

İcare yani kiralamaya veya bir varlığa dayalı olan sukuk türlerinde ise ihraççı kuruluş, olumsuz makro ekonomik koşullardan etkilenmesi durumunda iş yapamaz ve borçlarını ödeyemez duruma gelebilir. Bu durumda sukuk yatırımcısı VKŞ vasıtası ile dayanak varlığa başvurarak o varlık üzerinden alacaklarını tahsil etmeye çalışır. Varlığın değerinin düşmesi sukuk yatırımcısının riski olacaktır.

**b) Yönetim Riski:** Kaynak aktarılan şirket yönetiminin, yönetim fonksiyonlarını yerine getirme yeteneğinden yoksun olabilme riskidir<sup>10</sup>. Şirket yönetimi, şirketi iyi yönetemez ise, şirket borçlarını ödeme yönünden darboğaza girebilir. Şirketin borçlarını ödeyememesi doğrudan sukuk yatırımcısını etkiler. Sukuk yatırımcısı da alacağını tahsil amacı ile sukuk türlerine göre farklı yöntemlere başvurur. Örneğin, icare (kira) sukuk için kiraya verilen varlığın temin edilip satılması, satıştan gelen para ile alacakların tahsil edilmesi gibi.

**c) Likidite Riski:** Likidite riski, sahip olunan varlıkların nakit talebini karşılayamaması riskidir. Bu risk özellikle nakde ihtiyaç duyulduğu zaman varlıkların satılmaması ve paraya çevrilememesinden kaynaklanmaktadır. Varlıkların vadelerinin, yükümlülüklerin vadelerinden daha uzun olması durumu likidite riskini arttırmaktadır. Bu tanım doğrultusunda sukukun likidite riskini değerlendirecek olursak, iki türlü risk karşımıza çıkmaktadır. Biri eldeki sukukları ikincil piyasada nakde çevirme sırasında karşılaşılan risk, diğeri de vade riskidir. Sukuk global piyasada ve özellikle ülkemizde daha yeni bir kavram olduğu için henüz oturmamış bir piyasası vardır. Yani tahvil-bonolara göre karşılaştırılmayacak kadar illikite (nakde dönülmesi zor) olan bir piyasadır. Tabi likidite ölçütü ülkeden ülkeye göre değişmektedir. Örneğin; Malezya için sukuk piyasası çok derin iken, Türkiye piyasası için bunu demek pek doğru olmaz. Likidite riski durumunda yatırımcıların sukuka yatırım yapmasına bir çekince oluşturabilir. Hatta bazı sukuk çeşitlerinin özü itibarı ile uzun vadeli yapıya sahip olmaları nedeni ile yatırımcının ilgisini daha az çekebilmektedir. Sukuk piyasasının daha hızlı ve güvenli gelişebilmesi için; ikinci el piyasasının muhakkak surette hacimli ve derin olması gerekmektedir.

<sup>10</sup> <http://muhasebeturk.org/ecopedia/411-y/31567-yonetim-riski-nedir-ne-demek.html> [Erişim 2014]



Türkiye'deki sukuk piyasasının 2014-2015 yılları itibari ile nakit olmamasının nedenleri aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- i) Katılım bankalarının doğrudan BİST borçlanma araçları piyasasında işlem yapamaması (sistemsel altyapılarını tamamlamamaları).
- ii) Katılım bankalarının kira sertifikalarını doğrudan müşterilerine satamaması, arada muhakkak surette bir aracı kurum olması (Doğrudan satması ve bunun için tanıtım yapması durumunda katılma hesaplarına göre daha yüksek getiri verebilmesi ve esnek olmasından dolayı satmamayı tercih edebilirler. Zira katılma hesaplarının katılım bankalarının kârına katkısı sukuklara göre kat kat daha fazladır).
- iii) Katılım bankalarının sukuk ürünü üzerine müşterilerine tanıtım, reklam veya satış kampanyasını yeteri kadar yapmaması
- iv) İslami yatırım fonlarının yeteri kadar büyümemesi, dolayısı ile büyük montanlı sukuk alımları gerçekleştirilememesi
- v) Katılım bankalarının sektörde ticari bankalara göre küçük ölçekli kalması, yeteri kadar büyük olmaması. Örneğin; Piyasadaki dört katılım bankasının büyüklüğünün en büyük ticari bankanın yarısı kadar büyüklüğe ulaşamaması
- vi) Ticari bankaların, emeklilik fonlarının ve yatırım fonlarının bu piyasaya yeteri kadar girememesi
- vii) Piyasanın Arzu edildiği seviye de gelişmemiş olması nedeni ile yüksek tutarlı ihracın henüz gerçekleştirilememesi

Yukarıda sayılan tüm bu olumsuz faktörler birbiri ile ilişkili olup, bir olumsuz engelin aşılması diğer engele takılmasına neden olacaktır.

**d) Fiyat Riski:** İkinci el kira sertifikası fiyatlaması; Türkiye'de işlem gören kira sertifikası çeşitleri sabit getiriye dayalı olduğu için getiri oranı önceden belirlenmiştir. Ancak getiri garantisi söz konusu olmaması gerekmektedir. Bu tür kira sertifikası türlerinin ikinci el fiyatlanmasında sabit oranlı tahvil-bono fiyatlaması ile aynı yöntem izlenmektedir.

Hazine Bonosu Fiyatı Hesaplama:

$$BF = \frac{ND}{1+(r * vkg/365)}$$

BF: Birim Fiyat  
R: Getiri oranı (basit, yıllık)

ND: Nominal Değer (100,000)  
Vkg: Vadeye Kalan Gün Sayısı

Örnek: Vadesine 128 gün kalmış bir hazine bonosunun faiz oranı %35 ise birim fiyatı kaçtır?

$$BF = \frac{100,000}{1+(\%35 * 128/365)} = 89,067$$

**Tahvil Fiyatı Hesaplanması:** Bileşik faiz oranı uygulanıyorsa, uygulanan faiz oranı önce basit faize dönüştürülür. Daha sonra elde edilen basit faiz oranıyla anaparanın belirttiği gün sayısı süresince faiz getirisi aşağıdaki formülle hesaplanır.

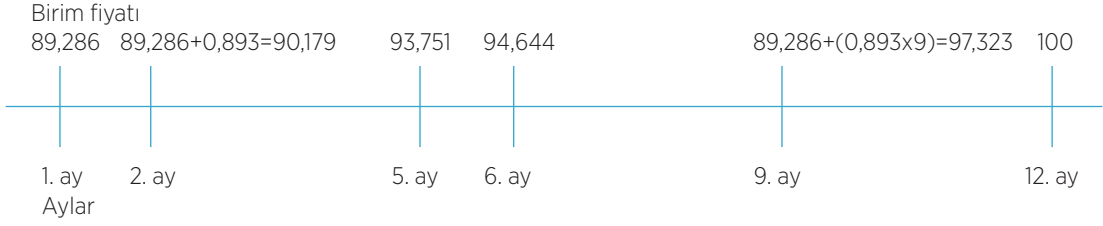
Tahvil Getirisi = (Ana Para / 100) X (Basit Faiz / 365) X Gün Sayısı

Örnek: 06/03/2010 vadeli tahvil Bugün: 23 Mayıs 2008

Vadeye Kalan Gün sayısı: 652 gün Ana Para: 5000 Basit Faiz: %15.50

Tahvil Getirisi = (5000 / 100) X (15,5 / 365) X 652 = 1.384,38

Piyasada ki getiri oranları değiştiği zaman kira sertifikalarının fiyatlarında bu oranlara endeksli olarak değişecektir. Bunu sayısal bir örnek ile açıklayacak olursak; Yıllık %12'lik getiri oranına sahip bir yıllık kira sertifikasının vade başındaki fiyatı yukarıdaki formüle göre hesaplırsak ; Kira sertifikasının birim fiyatı =  $100/(1+0,12)= 89,286$  TL olarak hesaplanır. Kira sertifikası halka arzı yapılırken, sertifika birim fiyatı olarak 89,286 TL fiyattan yatırımcılara satılır. Yatırımcı vade sonuna kadar sertifikayı satmadığı müddetçe, vade sonunda 100 TL olarak, bir sertifikadan toplam 10,714 TL, aylık olarakta  $10,714/12=0,893$  TL getiri elde edecektir. Sertifikanın fiyatı piyasada ki oranlar değişmediği müddetçe aşağıdaki şekilde fiyatlanacaktır (sadece aylık gösterimler gösterilmiştir). Tabi burada satıcı kuruluşların ikinci el piyasada uyguladıkları alım-satım marjları gözardı edilmiştir. İkinci el piyasa işlemleri derin olmadığı için bu marjlar satıcı kuruluşlar vasıtası ile geniş uygulanabilmektedir.



Yukarıdaki şekilden görüleceği üzere, her ay sertifika fiyatı üzerine o ayki getiri tutarı eklendiğinde, o ayki sertifikanın fiyatı hesaplanmaktadır. Tabii bu durum piyasada getiri oranlarının yıllık %12'de kaldığı durumda geçerlidir. Ancak piyasada yaşanan ekonomik, siyasi vb. gibi nedenlerden kaynaklı olarak bu getiri oranları aylar hatta günler içinde çok değişebilmektedir. Türkiye gibi çok değişkenin olduğu ülkelerde daha fazla dalgalı seyir göstermektedir. Altıncı ayda getiri oranları %12'de kaldığında sertifika fiyatı 94,644 TL olarak görülmektedir. Ancak getiri oranları, piyasada siyasi ya da ekonomik bir olay nedeni ile %18'e çıktığını farz edersek, sertifika fiyatı değişecektir.

Kira sertifikası birim fiyatı =  $100 / (1 + 6/12 \times \%18) = 91,743$  TL; getiri oranları %18 olduğunda sertifika fiyatı yaklaşık üç lira düşecektir ve yatırımcının sertifika başına üç TL elde etmiş olduğu getiri eriyecektir (kârdan zarar). Eğer getiri oranları %24'e çıksaydı, sertifika fiyatı 89,286'ya düşecekti ve altı ay boyunca elde ettiği getiri kaybolacaktı. Piyasada ki getiri oranları altıncı ay itibari ile %24'den yukarı ne kadar fazla çıkarsa, yatırımcı elde ettiği getirisinin yanında anapara kaybına da uğrayacaktır.

Yukarıdaki örnek, piyasanın bozulması, işlerin kötüleşmesi durumunda verilmiş bir örnektir. Eğer işler iyi olursa, piyasa gelişmeleri olumlu haberler nedeniyle getiri oranları haberlerin / verilerin etkisine bağlı olarak düşecektir. Altıncı ayda getiri oranlarının %12 ile sabit kalmadığını, %6'ya düşüğünü farzederek.

Kira sertifikası birim fiyatı =  $100 / (1 + 6/12 \times \%6) = 97,087$  TL olacaktır. Yani yatırımcının sertifika fiyatı 94,644 olması gerekirken, 97,087 ile alım-satımına konu olacaktır. Bu durumda yatırımcı  $94,644 - 89,286 = 5,358$  getirinin yanında (kira getirisi) ;  $97,087 - 94,644 = 2,443$  TL sertifikanın değer artışından dolayı ilave getiri elde etmiş olacaktır.

Not: Piyasadaki kira sertifikaları 100 birim fiyat üzerinden (nominal bedel) ihraç edilip, vade sonunda 100 ana para ve anaparanın getirisi alınmaktadır. Ara dönemlerde kira ödemeleri varsa, ara dönemlerdeki kira ödemeleri nakdi olarak tahsil edilmektedir (kira ödemeleri sertifikanın fiyatını nakit çıkış kadar düşürür). Piyasada genel olarak uygulanan ikinci el fiyatlaması tahvil-bono gibidir.

Varlık ve bu varlığa dayalı getirinin belli olması nedeniyle, getirinin günlük olarak dağıtılması ve kira sertifikası fiyatlamasında bu günlük getiri doğrultusunda yapılması, dolayısıyla hazine bonusu gibi işlem görmesi nedeniyle eleştiriler bulunmaktadır. Sonuçta kira getirisi belli olduğu için piyasada ki oranlardan bağımsız olarak, kira sertifikası alım-satım fiyatlamasının yapılması ve ikinci el piyasada toplam getirinin günlere eşit olarak dağıtılıp, ikinci elde fiyatlarının bu yönde oluşması gerektiği yönünde görüşler bulunmaktadır. Bu tarz fiyatlamaların yapılabilmesi ülke ekonomisi açısından olumlu gözükmemektedir. Zira bu doğrultuda ülke ekonomisinde fiyat dalgalanmaları çok fazla oluşmayacak, piyasada ki oranların sabit kalması yönünde baskı oluşturacağı için yatırımlarda artış sağlanacak, istihdam artacak, güven oluşacak ve piyasaya istikrar gelmesi yönünde katkısı olacaktır. Bu tür bir fiyatlama mekanizmasının işlemesi hem katılım bankacılığı hem de ülke ekonomisi açısından çok olumlu bir şekilde yorumlanabilir. Katılım bankacılığına baktığımızda Türkiye’de ki bankacılık kesiminden aldığı pay %5’lerde, toplam finans kesiminden aldığı pay ise %2’lerin altındadır. Bu pay ile bu modelin işlemesi ve piyasanın derinlik kazanması zor bir ihtimaldir. İlk aşamalarda yapıldığında bir başarı olabilir ki bir aracı kurumda tarafından bu tarz işlemler yapılmış olup ufakta olsa bir derinliğe kavuşturmuştur, ancak piyasanın derinleşmesi ile bu yapının işlemesi/bu tarz işlemlerin yapılması oldukça zor gözükmemektedir.

Piyasada ki faiz oranları piyasa yapıcı bankalar tarafından belirlenmekte ve bu büyük bankalarda gerek ülke ekonomisinin gereksede dünya ekonomisinin konjonktürüne göre fiyatlama yapılmaktadır. Bu bankaların hazine biriminde çalışanlarda, arbitraj imkânı gördüklerinde hemen bu işlemleri yapmaktadır. Piyasa getiri oranları düştüğünde kira sertifikalarının fiyatı piyasa getiri oranı ile ters orantılı olacağı için kira sertifikasının değeri artacaktır. Bu durumda, mevcut modele göre kira sertifikası fiyatlaması piyasaya getiri oranlarına göre ucuz kalacaktır, yani eşit getiriye bölünmesi neticesinde kira sertifikası fiyatı daha düşük hesaplanacaktır. Piyasa oyuncuları bu durumda piyasadaki ucuz kâğıtları toplayıp daha yüksek fiyattan satma imkânına sahip olacaklardır ve çok rahat bir şekilde arbitraj yaparak para kazanacaklardır.

Tersi durumda yani piyasa getiri oranlarının artması durumunda ise, kira sertifikası fiyatları düşecektir. Eğer kira sertifikası sabit getiri ile fiyatlanırsa, kira sertifikasının fiyatı piyasaya göre yüksek kalacaktır. Piyasa oyuncuları pahalı fiyattan kira sertifikalarını almayacak, kira sertifikaları pahalı olduğu için de hiçbir yatırımcı bu kira sertifikalarına yatırım yapmak istemeyecektir. Bu durumda piyasa hareketsiz kalacak ve piyasa derinliği oluşmayacaktır. Dolayısıyla sabit fiyat sistemi ancak kapalı devre durumlarında ve fiyat dalgalanmalarının çok olmadığı durumlarda işlerlik kazanabilir gözükmemektedir. Aksi halde piyasa oyuncuları bu fiyatlama modeline izin vermeyecektir.

Kira sertifikası piyasasının kapalı devre olarak mevcut oyuncular ile işletilmesi piyasanın derinlik kazanmasının önüne geçer. Ayrıca her kurum varlığa dayalı olmayan bir finansal araç çok kolay şekilde ihraç ederken, kira sertifikasının bu kadar kolay şekilde ihraç edilmemesi ve ihraç edilen kira sertifikalarının da ikincil piyasasında derinliği olmaması bu piyasayı iyice sekteye uğratır. Zira ülke ekonomisi içinde çok küçük bir paya sahip olup, piyasa yapıcı gibi davranmak çok zor gözükmemekte ve bu işlemler içinde çok büyük sermaye gerekmektedir. Kaldı ki dünyanın küresel bir köy olduğu durumda, bu piyasada yerliler değil yabancılar da işlem yapabilmektedir. Dünya ekonomisinde ki İslami bankacılık payını düşündüğümüzde sabit fiyat sisteminin hele de Türkiye gibi dalgalı bir piyasanın olduğu yerlerde işlemesi zor gözükmemektedir.

İcare veya murabaha sukuk gibi getirisi sabit olan sukukların birim fiyatları yukarıdaki gibi hesaplanırken; muşareke ya da mudarabeye dayalı sukuk çeşitlerinde ise sukuk fiyatlaması yukarıdaki teknikten farklı olacaktır. Zira bu tür sukuk çeşitleri bir projeye dayalı olduğu için nakit akımlarının bugünkü değerleri bulunarak sukukların birim fiyatları hesaplanmaya çalışılır. Burada sukuk fiyatını etkileyecek iki unsur olacaktır. Birisi; nakit indirgeme oranındaki değişme (piyasa oranı), diğeri de projenin nakit akımlarındaki değişme veya projenin durumu. Tabi bu sukuk türleride Malezya'da ki gibi "Trustee" konumundaki firmalar tarafından garanti edilirse, fiyatlaması da yukarıdaki örnekte anlatıldığı gibi olacaktır (bu yapı Türkiye'de yok ve şu aşamada danışma kurulu üyeleri tarafından benimsenmemektedir).

**e) Kur Riski:** Kur riski, döviz kurlarında meydana gelen değişmelerin yarattığı belirsizlikten kaynaklanan zarar olasılığıdır. Ulusal paranın yabancı paralar karşısındaki değerinin değişme olasılığı, kur riskinin doğmasına neden olmaktadır. Bir işletmenin bilançosunun aktifinde ve pasifinde aynı tutarda ve aynı cinsten döviz (yabancı para) bulunmaması halinde kâr veya zarar ortaya çıkar. Özellikle döviz kredisi kullanan işletmelerde söz konusu olan kur riskini ortadan kaldırmak için kimi zaman kredi veren banka tarafından kur garantisi tanınması, bir başka deyişle, kredinin geri ödenmesinde de, kredinin alınması sırasında geçerli olan döviz kurunun esas alınması söz konusu olabilir. İhraç olunan sukuklar döviz bazlı ise sukuk yatırımcısı dövizdeki değişmelerden olumlu ya da olumsuz etkilenerek kur riskine maruz kalacaktır. Kurdaki değişme aynı zamanda sukuk ihraççısına da olumlu veya olumsuz yönde etkileyebileceği için, ihraççının borcunu zamanında ödeyememe sıkıntısı ortaya çıkacaktır. Eğer sukuk projeye veya bir girişim ortaklığına dayalı ise, projenin kur değişiminden etkilenme olasılığı çok yüksek olacaktır. Buda projenin yapılıp yapılmaması durumunu doğuracağı için otomatik olarak sukuk yatırımcısını da etkileyecektir.

**f) Mevzuat Riski:** Danışma kurulunu kısaca tanımlarsak; katılım bankalarında kullanılan her bir ürünü değerlendirip, İslam hukukuna göre uygun olup olmadığı yönünde icazet veren, ilahiyat ve finans alanında eğitim görmüş kişilerden oluşan bir organdır.

Danışma kurulu üyelerinin ihraç edilen her bir sukuku değerlendirip, İslami bankacılık ilkelerine uygundur yönünde karar vermeleri durumunda sukuk ihraç olunabilmektedir. Bir sukukun İslami bankacılık ilkelerine uygun hale getirilmesi gerekmektedir, aksi halde ilgili sukukun ihraç edilmesi hiçbir şekilde gündeme gelmez. İhraç edilmesi planlanan her sukuk modeli ilgili iş birimleri tarafından danışma kurulu üyelerine anlatılır. İlgili danışma kurulu üyeleri kendilerine aktarılan bilgiler doğrultusunda, sukuk modelini, işleyişini İslam hukuku çerçevesinde değerlendirirler. Yanlış veya eksik bilgi aktarma, yanlış yönlendirme, eksik veya yanlış anlama, yorumlama gibi çeşitli nedenlerle danışma kurulu üyelerinin vermiş oldukları uygunluk fetvasını geri çekmeleri durumunda danışma kurulu riski ortaya çıkar. Mevcut durumda İslami bankacılık sisteminin tartışmalı olduğu göz önünde bulundurulursa bu riskin ortaya çıkması söz konusu olabilmektedir. Bunun en bariz örneğini İslami bankacılığın en çok geliştiği ülke olan Malezya'da gördük. 2008 yılında kadar ihraç edilen sukuklara danışma kurulu üyelerinin ilk etapta uygunluk vermesi, ancak daha sonradan bu uygunluklarını geri çekmesi nedeni ile bir anda ihraç edilen sukuk sayısı çok azalmıştır. Bu etki şekil-2.13 sukuk ihraç tablosundaki şekilde rahatça görülebilmektedir. Ülkemizde ise bu durum "Gelire Endekli Senetler'de (GES)" yaşanmıştır. Devletin 2009 ve 2010 yılında ihraç ettiği GES'lere bazı katılım bankalarının danışma kurulu üyelerinin ilk verdiği fetvayı geri çekmesi ile GES ihraçları bir anda bitmişti. Bunun nedeni devletin köprü, otoyol gelirlerine endekli GES'lere devlet tarafından garanti verilmesi ve garanti gelirin İslam hukukunda yerinin olmamasıdır.

### 2.2.5.5 Dünyada Sukuk Piyasası

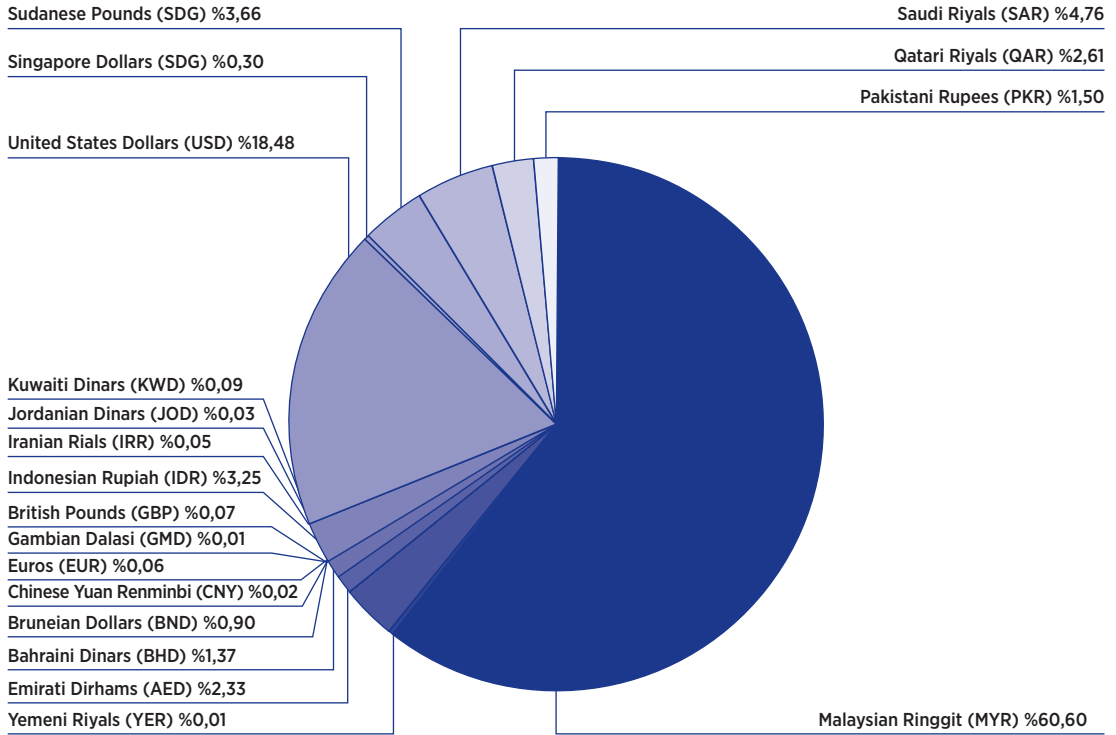
Dünyada yaklaşık 14 sukuk çeşidi bulunmakta ve piyasaya sunulmaktadır. Sukukun en yaygın olduğu ve devlet tarafından büyük destek gördüğü Malezya ekonomisinde bütün sukuk çeşitleri mevcut olup, dünya sukuk portföyünün yaklaşık %60'ı bu ülkede ihraç edilmiştir. Sukukun kaynağı olan Malezya'da ve diğer ülkelerde ihraç edilen sukukları incelediğimizde sukuk ihraçlarının %80'inin murabaha, muşareke ve icare sukuk çeşitlerinden oluştuğu görülmektedir. Sukukların çoğunun Malezya'da ihraç edilmesi nedeni ile sukuklar genelde Malezya Ringit para birimi üzerindedir. Burada ki İslami finansal kuruluşlar çok yoğun şekilde sukuk ihraç edebilmekte, portföylerinde sukuk taşıyabilmektedirler. Banka hazineleri, portföylerinde taşıdıkları bu sukukları piyasada kolay şekilde likide çevirerek nakit yönetimi için kullanabilmektedirler. Malezya piyasasında her çeşit sukuk ihraç edilir durumdadır ve hemen hemen hepsi sabit getiri üzerine endeksenmiştir. Dolayısıyla tah-

vil-bono piyasasındaki gibi işlem görebilmektedir. Sabit fiyat üzerinden ihraç görmelerinin nedeni, ihraç edilen sukukun "Trustee (garantör)" yapısındaki finansal firmalar tarafından garanti edilerek, getiri oranlarının sabitlemeleri, ayrıca asset-backed sukuk (tamamen varlığa sahip olunması; varlığa dayalı) değil de, asset based sukuk (varlıktan biraz kopuk yapı; varlık temelli) olmalarından kaynaklanmaktadır. Bu nedenle Malezya'daki bu yapı büyük eleştiri almaktadır. Türkiye'de ve Ortadoğu'da getiri garanti edecek yapı ya da firmalar bulunmamaktadır. Nedeni ise katılım bankalarının getiri garantisini İslami finans/bankacılık açısından uygun bulmamalarıdır.

**Aşağıdaki şekiller geçmiş yıllara ait dünya sukuk piyasası verilerini göstermektedir.**

**Şekil 2.12: Global sukuk ihraçları-Para birimi bazında (2013)**

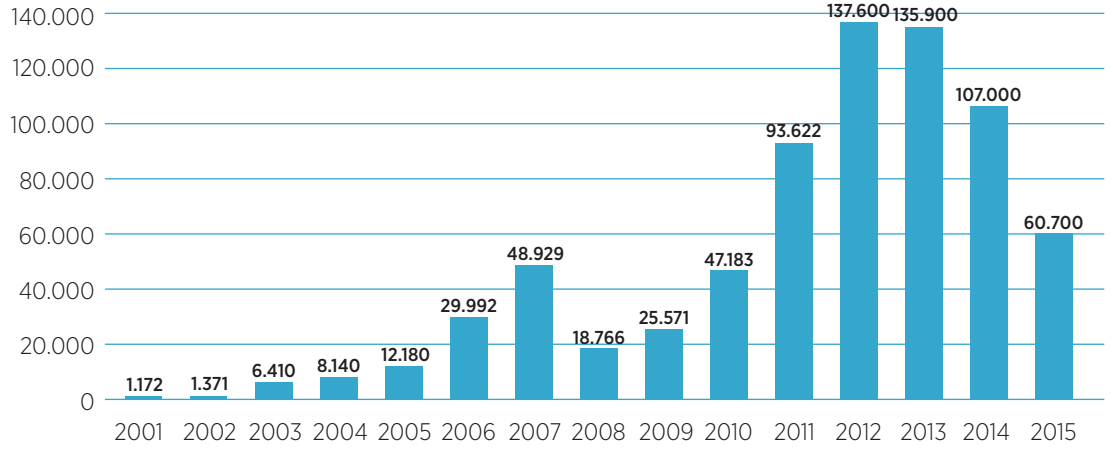
### Para Birimine Göre



Kaynak: DFC (Dubai Financial Center), Sukuk Çalışma Kitabı 2013

### Şekil 2.13: Global sukuk ihraçları – Yıllık ihraç miktarı (2001-2015)

Tüm Para Birimlerinde - Milyar USD

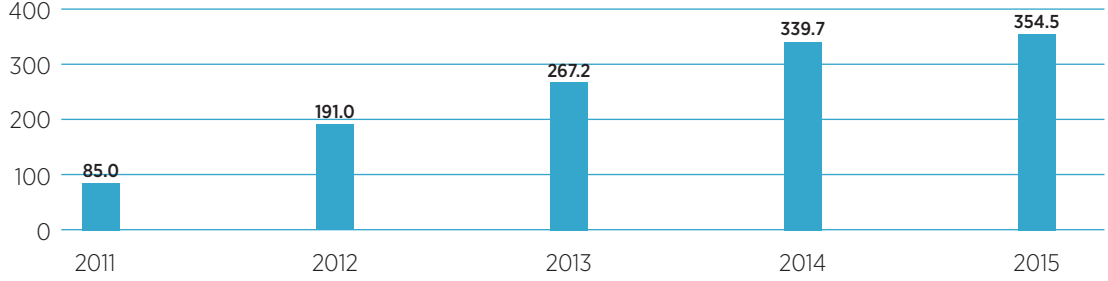


Kaynak: DFC (Dubai Financial Center), Sukuk Çalışma Kitabı 2013



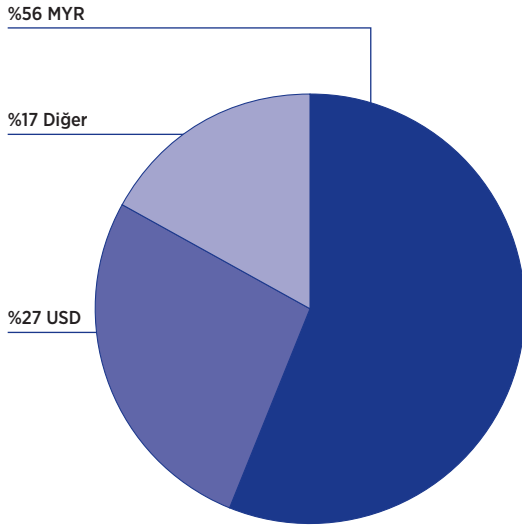
Şekil 2.14: Global sukuk ihraçları - Dolaşımdaki sukuk miktarı-2011-2015)

Tüm Para Birimlerinde - Milyar USD

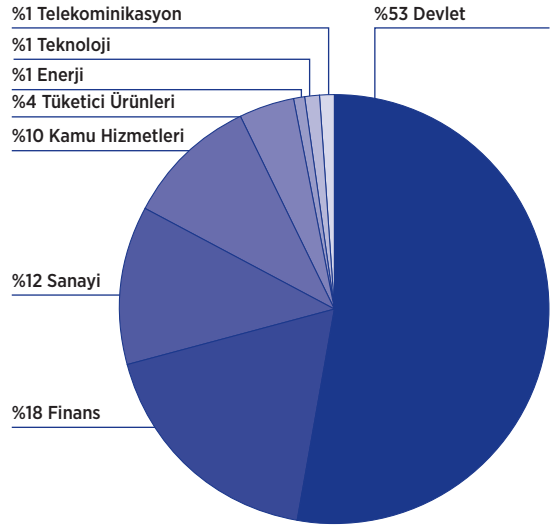


Yıllık Sukuk İhracı - Milyar USD

Para Birimi, 2015



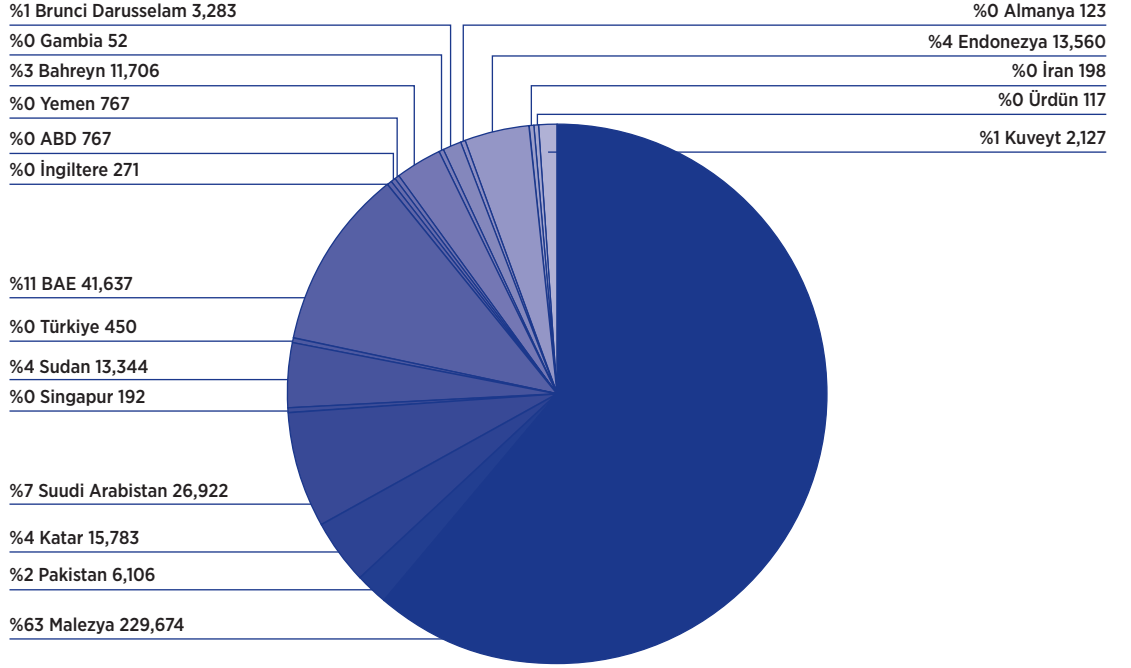
Sektörel Dağılım, 2015



Kaynak: Kuveyt Türk Katılım Bankası, Yatırım Bankacılığı, 2015

## Şekil 2.15: Global sukuk ihraçları – Ülke bazında (2013)

### İhraççı Ülke - 2013

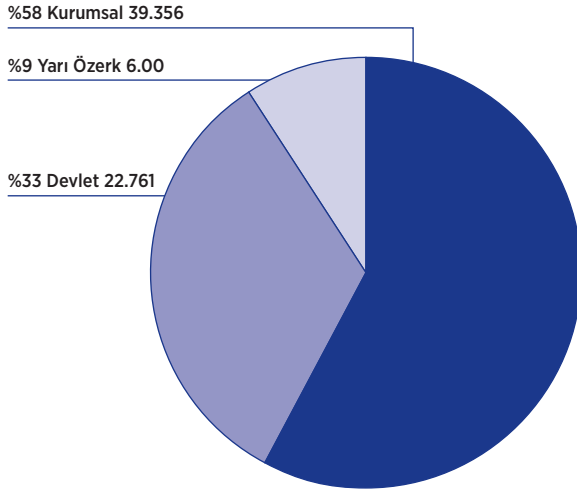


Kaynak: DFC (Dubai Financial Center), Sukuk Çalışma Kitabı 2013

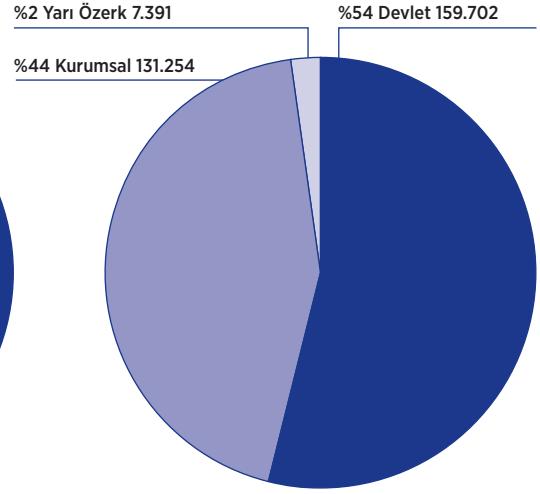
## Şekil 2.16: Global sukuk ihraçları – İhraççı bazında (2013)

### İhraççı Durumu

#### Uluslararası Sukuk



#### Yurtiçi Sukuk



Kaynak: DFC (Dubai Financial Center), Sukuk Çalışma Kitabı 2013

Bloomberg verilerine göre 2016 yılı içinde piyasadaki toplam sukuk miktarı 330 milyar USD üzerinde olup, 2000 ile 2015 yılları arasında ortalama %40 büyüme potansiyeli yakalamıştır.

### 2.2.5.6 Türkiye Sukuk Piyasası

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Türkiye’de kira sertifikaları ile ilgili ilk tebliği 1 Nisan 2010 tarihinde yayımladı. Tebliğde öngörülen sukuk yapısı “İcare Sukuk”tur. Tebliğ sayesinde Türkiye’deki finansal kurumların ve firmaların yurtiçinde ve yurtdışında sukuk ihraç etmesi mümkün hale gelmiştir. Ocak 2011’deki yasal düzenlemelerle konvansiyonel bonolardaki vergi istisnalarına benzer şekilde sukuk ile ilgili vergi istisnaları da düzenlenmiştir. 2011 yılı sonunda yeni yasal düzenleme çerçevesinde Kuveyt Türk Katılım Bankası ilk sukuk ihracını gerçekleştirmiştir. Ancak yasal düzenlemenin tam olarak oturtulamaması, piyasanın çok yeni ve bilinmiyor olması, oyuncu sayısının az olması ve oyuncuların yeteri kadar büyük olmamasından dolayı sukuk piyasası gelişmemiştir. Büyük oyuncu olarak devletin 2012 yılında bu piyasaya girerek sukuk ihraç etmeye başlaması ile piyasa canlanmış ve diğer oyuncular da bu alana yavaş yavaş girmeye başlamıştır.

SPK’nın çok daha geniş kapsamlı olarak 2013 yılında yayınladığı yeni kira sertifikaları tebliği ile Ortadoğu ve Malezya karışımı Türkiye’ye has yeni bir model oluşturma yönünden farklılaşmaya gidildiği söylenebilir. Yeni tebliğde beş tür kira sertifikası tanımlanması yapılsada, SPK’nın yayınladığı türlerden biri olan “Yönetim Sözleşmesine” dayalı sukuk çeşidinde dünyada uygulanan hemen hemen tüm sukuk çeşitlerinin ihraç edilebileceği izlenimini vermektedir. Ayrıca farklı yapıda bir sukuk çeşidinin SPK’nın önüne gelmesi ve onaylanması ile piyasaya farklı modellerin sunulabilmesinin önü açık bırakılmıştır.

Türkiye’de belirtilen sukuk çeşitlerini özel sektör şirketleri, kamu kuruluşları, özel/kamu bankaları, belediyeler ve devlet çıkarabilir. Bu sukuk ihraçları, SPK kanununda sermaye piyasası aracı olarak tanımlanmış ve anonim şirket hüviyetindeki Varlık Kiralama Şirketi vasıtası ile yapılabilmektedir. Kuruluşlar sukuku, elde birtakım varlıkları olmasına rağmen kaynak ihtiyacı olan, fakat gerekli likiditeye sahip olmayan veya bir iş yapmak için yeterli kaynağı olmayanların bu finansmanı temin etmek üzere sermaye piyasasından kaynak sağlamak amacıyla kullanırlar.

Türkiye’deki sukuk ihraçları en çok katılım bankalarının işine yaramıştır. Zira çalışma ilkeleri gereği ürün bulmakta çok sıkıntı çeken katılım bankaları, bu ürüne dayalı çok farklı ürünler çıkarabilecek yenilikçi bir finansal araç kazanmış oldular. Sukuk, katılım bankalarının hazinesinde ve sermaye piyasalarında ağırlıklı olarak kullanılacak bir ürün çeşididir. Bu bakımdan bu finansal araca dayalı farklı piyasalar oluşturulmakta ve tam işlerlik kazandırılmaya çalışılmaktadır. Aşağıdaki 2.3 no’lu tabloda devletin ve yerli kuruluşların gerek yurtiçinde gereksede yurtdışında ihraç etmiş oldukları sukuklar gösterilmektedir. Türkiye’de ihraç edilen sukuklar “32 sayılı Türk Parasını Koruma Kanununa” göre TL olmak

zorundadır. Para birimi TRY olan sukuk ihraçları Türkiye’de yapılırken, para birimi USD ve MYR olanlar yurtiçi yerleşik tüzel kişiler (devlet ve özel sektör) tarafından yurtdışında ihraç edilmiştir. MYR-Malezya Ringit para birimi üzerinden çıkarılmış sukuk olup, Malezya’da ihraç edilmiştir. Katılım bankaları MYR borçlanıp, elde edilen kaynağı çapraz kurlu (cross currency) swap yöntemiyle dolara çevirmişlerdir. Elde edilen USD’yi ülke içinde çeşitli projelerde kullanmışlardır. Bu şekilde borçlanma yoluna gidilme nedeni ise, ihraç zamanında Malezya’dan MYR borçlanıp USD’ye çevrilmesi (swap edilmesi) daha düşük borçlanma maliyetiyle sonuçlanmaktaydı.

**Tablo 2.3: İhraç edilmiş kira sertifikaları**

İhraç	Para Birimi	Tutar	Yıllık Getiri	İhraç Tarihi	Vade (Gün)
TF Varlık Kiralama A.Ş.	TRY	70.000.000	10,8	11.4.2016	179
Bereket Varlık Kiralama A.Ş.	TRY	100.000.000	10,8	8.4.2016	179
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	240.113.800	10,6	25.3.2016	90
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	140.000.000	10,95	19.2.2016	81
Hazine Müsteşarlığı VKŞ	TRY	1.900.352.270	10,64	17.2.2016	728
TF Varlık Kiralama A.Ş.	TRY	100.000.000	11,1	15.2.2016	179
TF Varlık Kiralama A.Ş.	TRY	100.000.000	11,43	19.1.2016	178
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	88.500.000	11	6.1.2016	70
TF Varlık Kiralama A.Ş.	TRY	75.000.000	11,64	22.12.2015	178
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	150.000.000	10,87	16.12.2015	91
TF Varlık Kiralama A.Ş.	TRY	150.000.000	11,21	27.11.2015	179
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	74.000.000	10,97	20.11.2015	90
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	200.000.000	10,97	13.11.2015	179
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	21.000.000	10,1	27.10.2015	114
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	150.000.000	10,85	16.9.2015	90
TF Varlık Kiralama A.Ş.	TRY	100.000.000	11,7	21.8.2015	178
Hazine Müsteşarlığı VKŞ	TRY	1.588.780.000	9,96	19.8.2015	728
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	15.000.000	10,15	18.8.2015	83
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	30.000.000	10,25	7.8.2015	94
TF Varlık Kiralama A.Ş.	TRY	80.000.000	10,61	24.7.2015	179
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	66.644.000	9,95	7.7.2015	70
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	160.000.000	10,63	30.6.2015	189
Aktif Bank Sukuk VKŞ	TRY	25.000.000	?	30.6.2015	364
Türkiye Finans VKŞ	TRY	75.000.000	5,24	26.6.2015	179

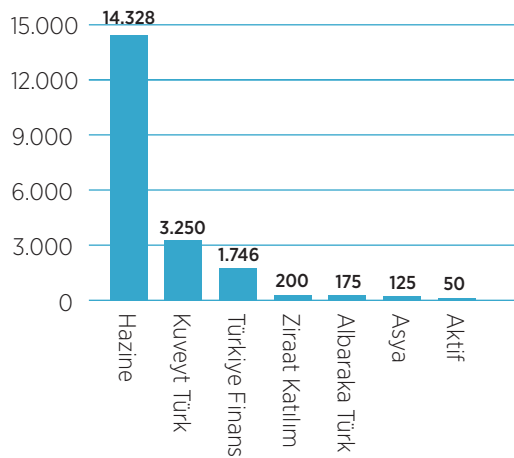
İhraç	Para Birimi	Tutar	Yıllık Getiri	İhraç Tarihi	Vade (Gün)
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	22.600.000	10,35	17.6.2015	90
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	70.000.000	10,11	3.6.2015	104
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	10.400.000	10,15	27.5.2015	176
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	86.734.000	10,47	14.5.2015	179
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	24.635.000	9,75	8.5.2015	91
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	20.000.000	10,30	8.5.2015	179
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	21.798.000	9,4	17.4.2015	70
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	44.692.000	8,9	24.3.2015	70
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	80.000.000	9,72	24.3.2015	175
Türkiye Finans VKŞ	TRY	100.000.000	13,95	19.3.2015	1825
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	14.838.000	9,35	3.3.2015	91
TF Varlık Kiralama A.Ş.	TRY	80.000.000	9,68	23.2.2015	179
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	61.750.000	9,5	20.2.2015	169
Hazine Müsteşarlığı VKŞ	TRY	1.801.520.000	7,8	18.2.2015	728
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	200.000.000	9,5	13.2.2015	108
TF Varlık Kiralama A.Ş.	TRY	60.000.000	8,75	27.1.2015	178
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	50.000.000	9	30.12.2014	83
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	57.000.000	8,77	20.11.2014	175
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	30.000.000	9,14	20.11.2014	364
Hazine Müsteşarlığı VKŞ	TRY	1.839.960.000	9,68	1.10.2014	728
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	50.000.000	9,16	29.9.2014	91
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	100.000.000	9,95	29.9.2014	175
Hazine Müsteşarlığı VKŞ	TRY	1.332.820.000	10,6	19.2.2014	728
TF Varlık Kiralama A.Ş.	TRY	7.000.000	15	22.1.2014	728
TF Varlık Kiralama A.Ş.	TRY	23.000.000	15,2	21.1.2014	1093
TF Varlık Kiralama A.Ş.	TRY	100.000.000	10,1	20.1.2014	179
KT Kira Sertifikaları VKŞ	TRY	150.000.000	9,1	19.11.2013	364
Hazine Müsteşarlığı VKŞ	TRY	1.817.300.000	9	21.8.2013	728
Aktif Bank Sukuk VKŞ	TRY	100.000.000	8,75	31.5.2013	364
Asya VKŞ	TRY	125.000.000	7,1	5.3.2013	364
Hazine Müsteşarlığı VKŞ	TRY	1.515.330.000	5,7	20.2.2013	728
Hazine Müsteşarlığı VKŞ	TRY	1.624.480.000	7,4	3.10.2012	728
KT Turkey Sukuk Ltd.	USD	100.000.000	5,25	24.8.2010	1096
KT Sukuk VKŞ	USD	350.000.000	5,875	31.10.2011	1827
Hazine Müsteşarlığı VKŞ	USD	1.500.000.000	2,803	26.9.2012	2007

İhraç	Para Birimi	Tutar	Yıllık Getiri	İhraç Tarihi	Vade (Gün)
Asya Sukuk Co Ltd.	USD	250.000.000	7,5	28.3.2013	3652
TF Varlık Kiralama A.Ş.	USD	500.000.000	3,95	2.5.2013	1826
Albaraka Türk Sukuk Ltd.	USD	200.000.000	7,75	7.5.2013	3652
Hazine Müsteşarlığı VKŞ	USD	1.250.000.000	4,557	10.10.2013	1826
TF Varlık Kiralama A.Ş.	USD	500.000.000	5,375	24.4.2014	1826
KT Kira Sertifikaları VKŞ	USD	500.000.000	5,162	26.6.2014	1826
Bereket VKŞ	USD	350.000.000	6,25	30.6.2014	1826
Hazine Müsteşarlığı VKŞ	USD	1.000.000.000	4,489	25.11.2014	3653
Albaraka Türk Sukuk Ltd.	USD	250.000.000	10,5	30.11.2015	3653
KT Sukuk Company Ltd	USD	350.000.000	7,9	17.2.2016	3653
TF Varlık Kiralama A.Ş.	MYR	800.000.000	6	30.6.2014	1824
TF Varlık Kiralama A.Ş.	MYR	150.000.000	5,9	11.2.2015	1826
KT Kira Sertifikaları VKŞ	MYR	300.000.000	5,8	31.3.2015	1827
KT Kira Sertifikaları VKŞ	MYR	200.000.000	5,72	15.5.2015	1827
TF Varlık Kiralama A.Ş.	MYR	210.000.000	5,75	21.5.2015	1827
KT Kira Sertifikaları VKŞ	MYR	300.000.000	5,72	15.7.2015	1827

Kaynak: Kuveyt Türk Katılım Bankası, Yatırım Bankacılığı, 2015

**Şekil 2.17: Türkiye’de kira sertifikaları ihraç tutarları -TL**

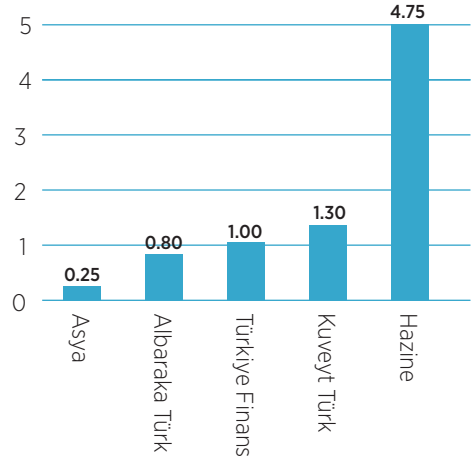
**Kira Sertifikası İhraç Tutarı - Milyon TL**



Kaynak: Borsa İstanbul Ekim 2016

**Şekil 2.18: Yerleşik kurumların yurtdışı kira sertifikaları - USD**

**İhraç Tutarı - Milyar USD**



Kaynak: Borsa İstanbul Ekim 2016

### **Sukukun Katılım Bankalarına Faydaları:**

- i) Kurum portföyündeki fon fazlalıkları, risk düzeyi düşük ve kârlı sermaye piyasası araçlarıyla değerlendirilebilme imkânı doğmuştur.
- ii) Kurum portföyüne kira sertifikası alınması ile beraber TCMB APİ işlemlerine konu edilebilecek varlıklar oluşmuş ve katılım bankaları TCMB APİ işlemleri ile likidite sıkışıklığını rahatça çözebilme imkânına kavuşmuştur. Katılım bankalarının likidite sıkışıklığını çözecek sağlam ve güvenilir bir kanal bulması bu ürün ile mümkün hale gelmiştir.
- iii) Kurum portföyüne kira sertifikası alınması ile beraber ihtiyaç duyulduğunda nakde çevrilebilecek ve müşterilere satılabilecek farklı bir sermaye piyasası aracına kavuşulmuştur.
- iv) Sukuk satışlarıyla yeni finansal araçların oluşturulmasına yardımcı olacaktır. Bu ürün farklı türdeki yatırım fonlarının kurulabilmesi için mevcut piyasanın gelişmesinde katkı sağlayacaktır.
- v) Yeni müşterilere ulaşım kanalının önü açılmıştır. Bu sayede hacim ve kâr artışı sağlanacaktır.

### **Sukukun Sektöre Getirdikleri:**

- i) Sukuk, sermaye piyasalarının gelişmesi ve derinlik kazanması için sektöre yeni gelmiş önemli bir finansal araçtır. Faizsiz finans kuruluşları bu ürünü yatırım fonları kurabilmek için kullanabileceklerdir. Özellikle emeklilik fonlarında sabit getiri elde etme noktasında alternatifsiz bir ürün olduğu söylenebilir.
- ii) Her sukuk ihracı ile firmaların ve finansal kuruluşların gelecekte ihrac edebilecekleri sukuklar için bir referans ve model teşkil edecek, yeni sukuk ihraçlarının önü açılacaktır.
- iii) Faizsiz finans kuruluşlarının hazine ve sermaye piyasası işlemlerinde ağırlıklı kullanmaya başlamasıyla T.C. Hazinesinin farklı ve uzun vadeli kaynak bulabileceği yeni bir finansal araca kavuşmuştur. T.C. Hazinesinin farklı ve kaliteli bir ürün/kaynak bulması ile daha uygun borçlanabilme imkânı doğmuş ve tek bir kanala bağlı kalma riski azalmıştır. Kaynak çeşitliliği için yenilikçi bir ürün hizmete sunulmuştur.
- iv) Sukuk, bankalarımızın ve firmalarımızın uzun vadeli kaynaklara erişiminin bir yolu olup, bu yöntemle elde edilen kaynaklar ülkemizin kalkınmasına hizmet edecek yatırım projelerinde kullanılabilir.
- v) Sukuk, üretime ve istihdam artışına destek verebileceği gibi, cari açığın kaliteli finansman ile kapatılmasını sağlayabilecek önemli bir üründür. Bu yönüyle ulusal ekonomiye katkı sağlamaktadır.



- vi) Sukuk, Asya, Orta Doğu, Avrupa ve dünyanın birçok ülkesindeki yatırımcıların Türkiye'ye yönelmesini ve Türk varlıkları ile buluşmasını sağlayan finansal bir araç işlevini görmektedir.
- vii) Sukuk, Türk sermaye piyasalarının dünya ile kucaklaşmasını pekiştiren(özellikle Ortadoğu ve Asya) ve İstanbul'un finans merkezi olması projesine katkı sunabilecek nitelikli bir üründür.
- viii) Bireysel emeklilik şirketlerinin, aracı kurumların, katılım bankalarının ve ticari bankaların sukuka dayalı oluşturacağı yatırım fonları ile sermaye piyasaları daha çok gelişecek ve derinleşecektir.
- ix) Katılım bankalarının bireysel emeklilik şirketleri kurmaları, aracı kurum satın almaları, sermaye piyasalarına uzak olan katılım bankaları müşterilerinin sermaye piyasalarına gelmeleri sağlanarak müşteri tabanı genişleyecektir.
- x) Türkiye Cumhuriyeti Hazinesi ve Türk şirketleri Asya ve Ortadoğu'daki müşterilerden uzun vadeli düşük kaynaklı fonlar temin edebilecektir.
- xi) TCMB ve Borsa İstanbul'da oluşturulan ve oluşturulacak ürünler ile katılım bankalarının fon fazlalıklarının değerlendirilebilmesi noktasında varlıkların yurtdışına çıkışı önlenebilecektir.
- xii) Borsa İstanbul'da İslami bankacılığa dayalı ürün gamının genişlemesi ile Ortadoğu ve Asya'dan uzun vadeli ucuz maliyetli fonlar çekilebilecektir.

### 2.2.5.7 Türkiye'de Kira Sertifikası Düzenlemeleri

Sermaye Piyasası Kurulu kira sertifikaları ve kira sertifikalarını ihraç eden VKŞ'lerle ilgili ilk tebliği 2010 yılında yayınladı. Ancak gerek devletin bu tebliğe dayanarak sukuk ihraç etmemesi gereksede özel sektör ihraçlarının çok kısıtlı kalması, bu alanda daha geniş bir çalışma yapılması gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. SPK, 2013 yılında kira sertifikaları ile ilgili tebliğ yayınlarken en geniş kapsamlı yasal altyapıyı oluşturmuştur. Bu tebliği oluştururken Malezya ve Ortadoğu örnekleri incelenerek, farklı bir model türü ortaya konulmaya çalışılmıştır. Zira dünyadaki uygulamalarla kıyaslandığında ilgili tebliğdeki sukuk türlerinin adları farklılık teşkil ettiği görülmektedir. Ayrıca ilgili tebliğ kira sertifikaları olarak adlandırılmaktadır, ancak uluslararası alanda kira sertifikası sukukun bir alt türü olan icare sukukun adı olarak kullanılmaktadır. Malezya'daki sukuk yapıları çok esnek (tartışmalı) bir model olmakla birlikte, Ortadoğu düzenlemeleri daha katı usuller içermektedir. SPK'nın ortaya koymaya çalıştığı sukuk modeli bu iki model arasında bir yerde konumlandırılabilir. Malezya gibi esnek bir model tercih edilirse, Ortadoğu'dan yatırımcıların Türkiye piyasasına çekilmesi zorlaşabilir. Ortadoğu piyasası gibi katı kurallar konulursa, sukuk piyasası gelişmeyeceği ve derinleşmeyeceği için çok zayıf kalacaktır.

Kira sertifikaları halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satılmak üzere ihraç edilebilir. Halka arz edilmeksizin yapılacak satışlar, tahsisli satış ve nitelikli yatırımcıya satış olmak üzere iki şekilde yapılabilir. Bir milyon TL ve üzerinde finansal varlığı bulunan kişiler ve kurumlar ile profesyonel ve talebe bağlı profesyonel müşteriler nitelikli yatırımcı olarak adlandırılır (detaylı olarak beşinci bölümde anlatılmıştır). Halka arz edilecek kira sertifikalarının borsada işlem görmesi ve bu amaçla borsaya başvurulması zorunludur. SPK tarafından kanunda belirtilen varlık ve hakların gerçeğe uygun değerinin tespit edilmesini teminen Kurulun ilgili düzenlemeleri uyarınca değerlendirme şirketleri tarafından değerlendirme raporu hazırlanması zorunludur.

### **Yeni kira sertifikaları tebliği<sup>11</sup> ile piyasaya;**

- a) Sahipliğe,**
- b) Yönetim sözleşmesine,**
- c) Alım-satıma,**
- d) Ortaklığa,**
- e) Eser sözleşmesine,**

dayalı olarak beş tür kira sertifikaları sunulmuştur.

Yukarıdaki maddelerde 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 kira sertifikaları tebliği hükümlerinin kıyasen uygulanması suretiyle sonuçlandırılır. Bu madde ile SPK, kanunda belirttiği beş tür kira sertifikası ile sınırlı kalmayacağını beyan ettiği sonucunu çıkarabiliriz.

Kira sertifikasının piyasada yeni olması, bu piyasanın oluşmadan ya da canlanmadan bitmemesi ve güven kaybının oluşmaması adına SPK yukarıda sayılan kira sertifikaları türleri için aşağıdaki genel maddeleri ilgili tebliğe eklemiştir. Bu maddeler ile kira sertifikalarının yatırımcılar açısından çok daha güvenli bir finansal yatırım aracı olması amaçlanmaktadır. Aynı zamanda bu hükümler ile ihraççıların olası suiistimal yapma olanaklarının önüne geçilmesi amaçlanmıştır.

- i) Kira sertifikaları itfa edilinceye kadar VKŞ'nın portföyünde yer alan varlık ve haklar; VKŞ'nın yönetiminin veya denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi hâlinde dahi

<sup>11</sup> SPK, Kira Sertifikaları Tebliği (III-61.1), **Resmî Gazete**, 28670; 7 Haziran 2013

teminat amacı dışında tasarruf edilemez, rehnedilemez, teminat gösterilemez, kamu alacaklarının tahsili amacı da dâhil olmak üzere haczedilemez, iflas masasına dâhil edilemez, ayrıca bunlar hakkında ihtiyati tedbir kararı verilemez. VDMK, ipotekli teminatlı menkul kıymetler gibi borçlanma araçlarında da rehnedilmez, teminat gösterilemez ibareleri eklenerek finansal araca dayanak olan/teminat gösterilen varlıkların korunması amaçlanmıştır.

- ii) Kira sertifikası sahipleri, ihraca dayanak gösterilen varlık ve haklardan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibidirler. Kira sertifikası ihracı işleminin gerektirmesi durumunda vade sonunda varlık ve haklar VKŞ tarafından kaynak kuruluş veya üçüncü kişilere satılır ve satış bedeli kira sertifikası sahiplerine payları oranında ödenir.
- iii) Kira sertifikaları, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin yapılan satışlarda düzenlenen sözleşmelerde belirlenen esaslar çerçevesinde itfa edilir. Normal sermaye piyasası araçlarının ihraç yöntemleri kira sertifikaları içinde kullanılmaktadır.
- iv) Fon kullanıcıları veya üçüncü kişilerin VKŞ'ye karşı olan ödeme yükümlülüklerinin yerine getirilmemesi durumunda, dayanak varlık veya hakkın satılarak kira sertifikası sahiplerinin olası zararlarının tazmin edilmesi de dahil olmak üzere, yatırımcıların menfaatlerinin korunmasına yönelik VKŞ yönetim kurulu tarafından alınacak tedbirlerin, Kurula yapılan ihraç başvurusu aşamasında sözleşmeler vasıtasıyla düzenlenmiş olması zorunludur.

### **a) Sahipliğe dayalı kira sertifikaları**

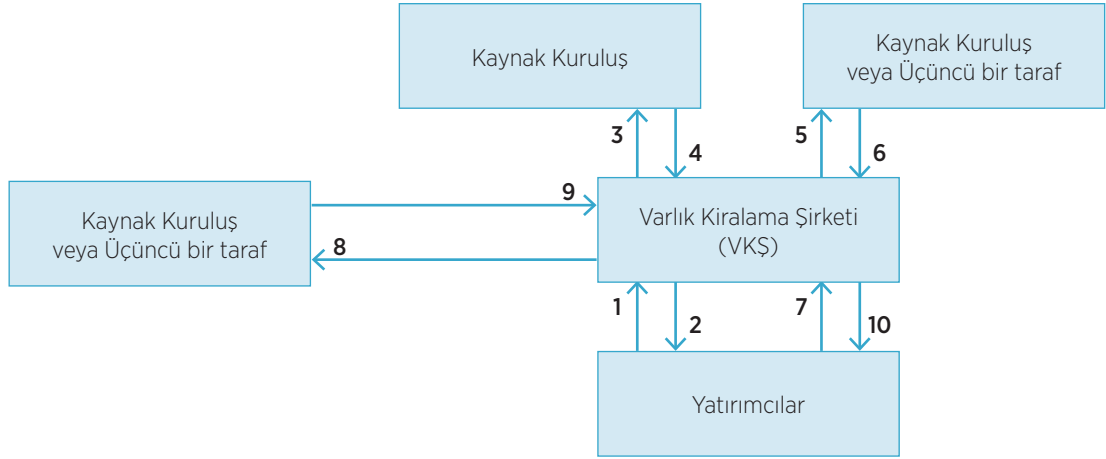
Sahipliğe dayalı kira sertifikaları, kaynak kuruluşu veya üçüncü kişilere kiralanmak veya VKŞ adına yönetilmek üzere VKŞ tarafından kaynak kuruluştan devralınacak varlık ve hakların finansmanını sağlamak için ihraç edilen kira sertifikalarıdır.

İhraç kapsamında aşağıdaki maddelerin uygulanması zorunludur.

- i) Dayanak varlığın veya hak sahipliğinin VKŞ'ye devrine ilişkin sözleşme düzenlenmesi, devre konu varlık ve hakların devrinin tescile veya ilgili mevzuat uyarınca özel şekil şartlarına tabi olması durumunda devir için gerekli işlemlerin yerine getirilmesi, VKŞ'nin temerrüt halinde varlık veya haklar üzerinde doğrudan tasarruf yetkisine sahip olması, zorunludur.
- ii) Sahipliğe dayalı kira sertifikası ihraç tutarı, varlığın değerlendirme raporunda tespit edilen gerçeğe uygun değerinin %90'ını aşamaz. Varlık değerinin düşme ihtimaline karşı %10 marj tanınarak bir nevi teminat durumu sağlanmıştır.
- iii) İhraca konu dayanak varlığın gayrimenkul olması durumunda ve kaynak kuruluşun talep etmesi halinde geri alım hakkının tapu kütüğüne şerh edilmesi zorunludur.

- iv) 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.

### Şekil 2.19: Sahipliğe dayalı kira sertifikası ihraç süreci



Kaynak: SPL, Sermaye Piyasası Araçları Çalışma Kitabı-1, 2015, www.spl.org.tr

- i) İhraççı VKŞ kira sertifikası ihracını gerçekleştirir,
- ii) Yatırımcılar VKŞ'ye ödemeleri yaparak sertifikalarını satın alır,
- iii) VKŞ yatırımcılardan topladığı fonları kiraya konu varlığı satın almak üzere kaynak kuruluşuna aktarır,
- iv) Kaynak kuruluş kiraya konu varlığın mülkiyetini/haklarını VKŞ'ye aktarır,
- v) VKŞ, varlığı kaynak kuruluşuna veya üçüncü bir tarafa bir kira sözleşmesi altında sertifikaların vadesine kadar kiralar,
- vi) Kaynak kuruluş veya üçüncü bir taraf, VKŞ'ye düzenli kira ödemeleri yapar,
- vii) VKŞ, yükleniciden aldığı kira ödemelerini yatırımcılara yapacağı periyodik ödemelerde kullanır,
- viii) Vade sonunda VKŞ, varlığı kaynak kuruluşuna veya üçüncü bir tarafa makul değeri üzerinden satar,
- ix) VKŞ varlığın satış bedelini tahsil eder,
- x) VKŞ kira sertifikası sahiplerine anapara ödemelerini gerçekleştirir.

Sahipliğe dayalı kira sertifikası özellikleri itibari ile uluslararası uygulamadaki icare yani kiralamaya dayalı sukuku andırdığı söylenebilir. Dolayısı ile süreçler ve sözleşmeler içerik itibari ile de birbirini andırmaktadır. Ülkemizde ihraç edilen kira sertifikalarının büyük çoğunluğu sahipliğe yani kiralamaya dayalı sukuklardır. Hem kolay şekilde fiyatlanabilmesi için hem de ikincil piyasada fıkhen satılmasında bir sıkıntı olmaması nedeniyle tercih edilmektedir. Sertifikanın el değiştirmesi varlığın el değiştirmesi anlamına geldiği için, bu kira sertifikası türleri ikinci el piyasalarda işlem görebilirler. Devletin ihraç ettiği ve edeceği bu kira sertifikası türleri katılım bankalarının hazine birimleri tarafından aktif kullanılarak, katılım bankalarının likidite yönetiminde ki ürün eksikliğine çare olmuştur. İkinci el piyasasının derinleşmesi ile finansal oyuncular bu ürünü daha çok kullanacaktır. Bankaların karşılaştığı en büyük risklerin başında likidite sıkışıklığı/yönetimi gelmektedir. Aynı durum katılım bankaları içinde geçerlidir. Ticari bankalar likidite yönetimini portföyündeki çeşitli finansal araçlarla yaparken, katılım bankaları çok sınırlı ve fıkhen tartışma oranı yüksek finansal araçlar ile bu yönetimi yapabilmektedir. Bu ürün ileride katılım bankalarının hem elini rahatlatacak hem de piyasada daha aktif rol almasına imkân sağlayacaktır. Ama öncelikle ihraç sayısının artması, ihraççıların çok sağlam güvenilir kurumlar olması ve bu ürünlerin ikinci el piyasada tahvil-bono kadar olmasa da belli bir derinliğe kavuşması gerekmektedir. Piyasada ki en büyük ihraççı devlet bu yöntemi tercih ederken, katılım bankaları yönetim sözleşmesi üzerinden ihraçlarını gerçekleştirmektedirler. Gerçekleştirilen ihraçların büyük çoğunluğu da nitelikli yatırımcıya ve genellikle kısa vadeli olarak ihraç edilmektedir. Dolayısıyla hem belli kişilere/kurumlara satılması hem de alan kişi veya kurumlar kısa vadeli olduğu için vadesine kadar sukuku elinde tutmasından dolayı ikincil piyasanın derinleşmemesine neden olmaktadır.

## **b) Yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikaları**

Yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikaları, kaynak kuruluşa ait varlık veya hakların vade boyunca kiralanması da dahil olmak üzere VKŞ lehine yönetilmesi neticesinde elde edilen gelirlerin sözleşme hükümleri çerçevesinde VKŞ'ye aktarılması amacıyla ihraç edilen kira sertifikalarıdır. Bu kapsamda yapılacak ihraçlarda kaynak kuruluş ile VKŞ arasında, kaynak kuruluşa ait varlık veya hakların mülkiyeti devredilmeksizin VKŞ lehine yönetilmesini konu alan sözleşme düzenlenir. VKŞ'nin elde edeceği gelirin veya bu gelirin hesaplanmasına ilişkin esasların ilgili sözleşmede düzenlenmesi zorunludur.

Özellikle sahipliğe veya alım-satıma dayalı kira sertifikaları gibi bazı kira sertifikaları çeşitlerinde varlıkların el değiştirmesi nedeniyle tescil ve tapu gibi işlemler hem masraf oluşturmakta hem de bu işlemler nedeniyle oluşacak operasyonel külfetten dolayı ilave zaman harcanmaktadır. Bu nedenlerden dolayı da kira sertifikaları ihraçları piyasaya göre masraflı

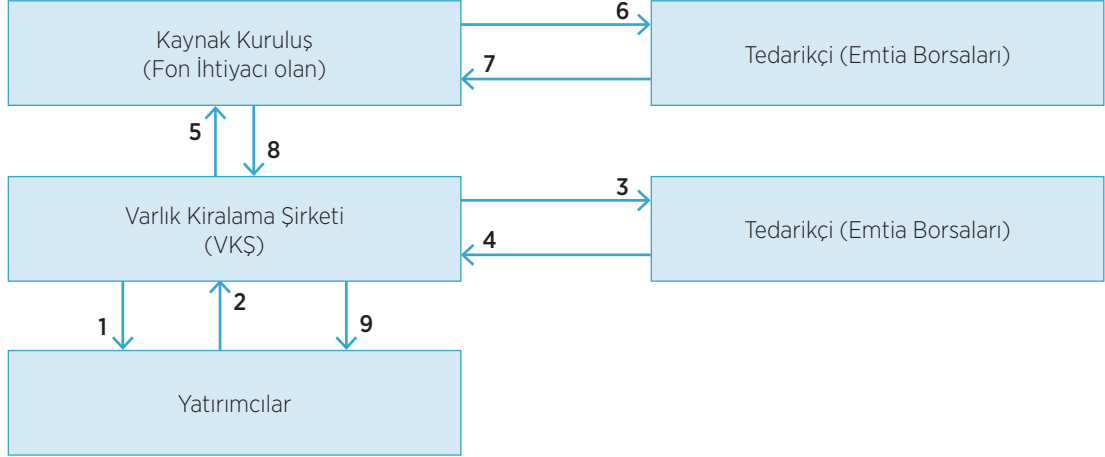
olabilmekte, gecikmekte ya da ihraççıyı caydırabilmektedir. Bu gibi nedenlerden dolayı varlıkların bu şekilde el değiştirme yöntemi izlenmesi yerine, varlıkların taraflar arasında yapılacak devir sözleşmesi ile el değiştirme yöntemi seçilerek yönetilmesi tercih edilmektedir. Böyle bir yöntem ile sukuk ihraç etmek isteyen yatırımcı, yönetim sözleşmesine dayalı olarak kira sertifikaları ihraç ederek amacını gerçekleştirebilir. Varlıklar yatırımcıya yani VKŞ'ye sözleşme ile geçmekte, kaynak kuruluş bu varlıkları VKŞ adına yöneterek işlemi yerine getirmektedir. Böylece ihraççı operasyonel masraf ve zaman kaybından kurtulmuş olacaktır. Bu sukuk türünün ikinci el piyasada işlem görebilmesi için sözleşme ile devredilen varlıkların bir kısmının maddi (tangible) - gayrimenkul, kiralama alacakları gibi - varlıklara dayalı olması gerekmektedir. AAOIFI, bu varlık oranını %51'den, %33.33'e indirerek bu tür sukukların ikinci elde işlem görme payını genişletmiştir. Ancak Türkiye'de danışma kurulu üyeleri farklı yorumlar getirmektedir. Bazı üyeler %51 oranı olması görüşünü sürdürürken, bazı kurul üyeleri varlıkların tamamının maddi varlık olması hususunda görüşler beyan etmektedir. Maddi varlık dışında ki oran kısmında ise, Londra Borsa'sında mal murabahası işlemi yapılarak ya da leasing (kiralama) varlıkları konularak mevcut oran %100'e tamamlanmaktadır. Uluslararası alanda bu tür sukuk çeşitleri "Asset Based" yani varlık temelli sukuk türlerinden vekâlet sukuk çeşidi olarak isimlendirebiliriz. Özel sektör piyasasında katılım bankaları işlem kolaylığı açısından bu tür sukuk ihraçlarını tercih etmektedir. Ayrıca operasyonel kolaylık ve ihraç süresinin kısa zaman alması nedeniyle sadece nitelikli yatırımcılara ihraç işlemleri gerçekleştirilerek sukukların geniş halk kitlelerine yayılması engellenmektedir. Zira halka arz aşamasının hem uzun zaman alması hem de yatırımcılara verdiği getiri bakımından katılım hesaplarına ciddi tehdit oluşturduğu için tercih edilmektedir. Halihazırda ihraç ihtiyaçları nitelikli yatırımcılarla karşılandığı için halka arz gibi zahmetli ve biraz daha maliyetli bir işlemede ihtiyaç duyulmamaktadır.

### **c) Alım-satıma dayalı kira sertifikaları**

Bir emtianın önceden anlaşılan bir kâr payı üzerinden fon ihtiyacı olan tarafa vadeli olarak satılması, fon ihtiyacı olan tarafın da söz konusu emtiayı emtia borsalarında peşin olarak üçüncü bir tarafa satmak suretiyle finansman sağlaması mümkündür. Söz konusu işlemin finansmanı VKŞ tarafından ihraç edilecek sertifikalar aracılığıyla yapılabilir. Alım-satım işlemine dayalı sertifikalar alacak hakkını gösteren senetlerdir.

Alım-satıma dayalı kira sertifikası ihraçlarında VKŞ en geç, ihraçtan elde edilen fonların hesaba aktarıldığı gün izleyen iş günü varlık veya hakları spot piyasadan alarak maliyetinin üzerinde bir bedelden vadeli olarak satmak zorundadır. Bu işlemin söz konusu sürede gerçekleştirilmemesi halinde kira sertifikası ihracı karşılığında toplanan fonlar, yatırımcılara en geç VKŞ hesabına aktarılmasını izleyen ikinci iş günü iade edilir.

### Şekil 2.20: Alım-Satım işlemine dayalı sertifikaların ihrac süreci



Kaynak: SPL, Sermaye Piyasası Araçları Çalışma Kitabı-1, 2015, www.spl.org.tr

- VKŞ kira sertifikası ihracını gerçekleştirir,
- Yatırımcılar ödemeyi gerçekleştirir,
- VKŞ tedarikçiden (emtia borsaları) müşterisinin talep ettiği ürünü satın alır,
- Tedarikçi ürünü VKŞ'ye teslim eder veya VKŞ adına saklamada tutar,
- VKŞ ürünü kaynak kuruluşa satar,
- Ürünü alan kaynak kuruluş emtia borsasında ürünü satar,
- Kaynak kuruluş ürünün karşılığı olan satış bedelini alarak finansman sağlar,
- Kaynak kuruluş periyodik olarak ya da belirli bir vadenin sonunda ürün maliyeti ve kâr payı ödemesini yapar,
- VKŞ yatırımcılara periyodik olarak kâr payı ödemesini ve vade sonunda anapara ödemesini gerçekleştirir.

Bu kira sertifikaları türü uluslararası yazılı kaynaklarda murabaha sukuk olarak adlandırılmaktadır. Murabaha üzerine yapılan sukukların ikinci el piyasada işlem görmesi fıkhen uygun değildir. Dolayısıyla bu türde ihrac olunan kira sertifikaları BİST borçlanma araçları piyasasında ya da banka-aracı kurumlardaki tezgah üstü piyasalarda işlem görmesi faizsiz finans ilkelerine aykırıdır. Çünkü borcu bitmemiş, henüz tam olarak sahip olunmayan varlığın satılması İslam hukukuna göre uygun değildir. Bu kira sertifikaları türüne yatırım yapan kurumlar/kişiler vadesine kadar varlığı elinde tutmak durumundadırlar. Bu kira sertifikaları türünün emeklilik fonları için geliştirilmesi uygun gözükmemektedir. Zira bu fonların hem uzun vadeye yatırım yapabilmesi hem de mevcut emeklilik sistemi düşünüldüğünde

likidite yönetimi açısından sıkıntı yaşanmayacağından dolayı alım-satım ihtiyacı doğmayacaktır. İhtiyacın doğması durumunda, fon portföyündeki diğer kira sertifikası türleri kullanılarak likidite ihtiyacı karşılanabilir.

Türkiye’de en çok ihraç edilen sukuk türlerinden gerek icare sukuk (sahipliğe dayalı kira sertifikası) gerekse de yönetim sözleşmesi veya alım-satıma dayalı kira sertifikalarında getiri oranı, ihraç aşamasında veya ihraç öncesinde belirlenmiştir. Belirlenen bu getiriler eksiksiz bir şekilde vade sonunda veya ara ödeme dönemlerinde yatırımcısına ödenmektedir. Bu yapı tahvil-bono gibi sabit getirili menkul kıymetleri çağrıştırmaktadır ve ikincil piyasada tahvil-bono gibi fiyatlanmasına neden olmaktadır. Yönetim sözleşmesi ile sukuk ihraç edilirken, sözleşme ile getirisi olan varlıklar kaynak kuruluştan VKŞ’ye devir edildiğinde, sukuk varlık havuzlarındaki (leasing) varlıkların getirileri yatırımcıya düşük marj ile devir edilmektedir. Örneğin katılım bankası %15 getiri oranı ile müşterilerine finansal kiralama fon kullandırımı yapmaktadır. Ancak bu varlık veya varlıkları sukuk ihraç etmek için varlık havuzuna koyarken daha düşük getiri oranı ile koymakta ve aradaki farkı da banka varlık havuzunun yönetimi nedeniyle ücret olarak almaktadır. Müşteriye kullandırılan kredi de sorun çıktığında ya da kredi battığında ister istemez sukukun getirisinin düşmesi gerekmektedir. Ancak bu durumda banka kendi yönetim ücreti payından (rezerv hesaplardan) müşteriye gelir aktararak getiri oranını en başta verdiği oranda sabit tutmaya çalışmaktadır. Rezerv hesapların eksiye dönmesi durumunda ise sukuk havuzu içindeki varlık/varlıklar nominal bedel ile bankaya satılarak mevcut zarar karşılanabilmektedir. Ayrıca ihraç edilen sukuka konu edilen varlık havuzundaki varlıkların vadeleri farklı olabilir, dolayısıyla finansal kiralama fon kullandırım vadelerinin sukuk vadesi ile uymama ihtimali de ortaya çıkmaktadır. Bu durumda, varlık havuzundaki kiralanan varlığın vadesi dolmadan bir gün önce, VKŞ varlığı katılım bankasına satar, banka da elindeki kiralama varlığını VKŞ kontrolündeki havuza koyarak varlıkların vade uyumunu sağlamış olur. Bu sukuk türlerinde yatırımcının zarar etme olasılığı asgari düzeye indirilmiştir. Alım-satıma dayalı sukuk türlerinde aynı marjlı işlem söz konusu olduğu için getiri garanti edilmese de sabitlenmiştir diyebiliriz. Ancak alım-satıma dayalı sukuklar yönetim sözleşmesi veya icare sukuk türleri gibi varlık içerikli değil alacak içerikli olmaları nedeniyle ikincil piyasada işlem görmez, vade sonuna kadar elde tutulur.

#### **d) Ortaklığa dayalı kira sertifikalarına ilişkin özel hükümler**

Uluslararası faizsiz finans uygulamalarında ortaklığa dayalı sertifikalar iki farklı yapı çerçevesinde ihraç edilebilmektedir. Bunlardan ilki bir tarafın yalnızca sermaye diğer tarafın yalnızca emek, bilgi ve tecrübesini ortaya koyduğu emek-sermaye ortaklıklardır. Diğer ise, iki



veya daha fazla tarafın ortak bir sermaye sağlayarak yaptıkları yatırımın neticesinde elde edilen faaliyet sonuçlarına ortak olacağı kâr-zarar ortaklıklarıdır. Bu ortaklıklar adi ortaklık olarak sözleşme çerçevesinde oluşturulabileceği gibi bir ticaret şirketi olarak da yapılandırılabilir.<sup>12</sup>

Bu kira sertifikaları türleri katılım bankalarının asli ürünleri olan muşareke ve mudarabeye dayanmaktadır. Bu ürünler üzerinden kira sertifikaları ihraç edilebilmesi SPK tarafından ortaklığa dayalı kira sertifikası başlığı altında kanunen yapılabilmesi mümkün kılınmıştır. Yasal zemini oluşturulan bu kira sertifikası türünün kullanılması için ilave gayret sarf edilmesi aşikârdır. Çünkü katılım bankalarında çok az kullanın bu ürünün, piyasada menkul kıymet olarak satılması, yatırımcı sayısının çok olması, getirinin belli olmaması (Malezya'daki yapıdan farklı olduğu düşünülürse) ve ticaret riski taşımasından dolayı işlerlik kazanması zor gözükmektedir. Malezya'da hem emek-sermaye hem de kâr-zarar sukuk türleri için, ihraç edilirken ihraççı ile yatırımcı arasına giren "trustee" denen firmalar vasıtası ile getiri oranı garanti edilerek sabitlenebilmekte ve ikincil piyasada bu şekilde işlem görebilmektedir. Ancak bu yapı henüz Türkiye'de uygulanmamaktadır, aynı zamanda bu yapının katılım bankaları danışma kurulu üyeleri tarafından kabul edilmesi oldukça tartışmaya yol açacaktır. Çünkü ticaret yaparken getirinin garanti edilmesi fıkhen uygun görülmemektedir.

Ayrıca Türk hukuk sisteminde "Trust" yapısı düzenlenmediği için yasal zemin oluşturulmadan bu yapı kullanılamaz. Bu yapının getiriye garanti etme kısmı gözardı edilse bile yatırımcı ile fon kullanıcısı arasında olan hukuksal boşluk bu yapı ile doldurabilir. Zira yatırımcılar olası bir sukuk işleminin başarısızlığında, yatırımcıların (sukuk sahiplerinin) doğrudan fon kullanıcısına veya teminat verene hukuki bir süreç başlatıp başlatamayacakları tartışmalı bir konudur. Olası bir temerrüt halinde uzun yıllar sürecektir hukuksal bir süreç sukuk piyasasını sekteye uğratabilir.

Kanunda bu kira sertifikaları türlerinin yapılış tarzı ya da ihraççıların uyması gereken kurallar şu şekilde anlatılmaktadır. Ortaklığa dayalı kira sertifikası ihraç tutarı, değerlendirme raporunda tespit edilen gerçeğe uygun değer %90'ını aşamaz. Ortak girişimin yönetimi, ortaklardan herhangi birisi veya ortaklarca atanan üçüncü bir kişi tarafından gerçekleştirilir.

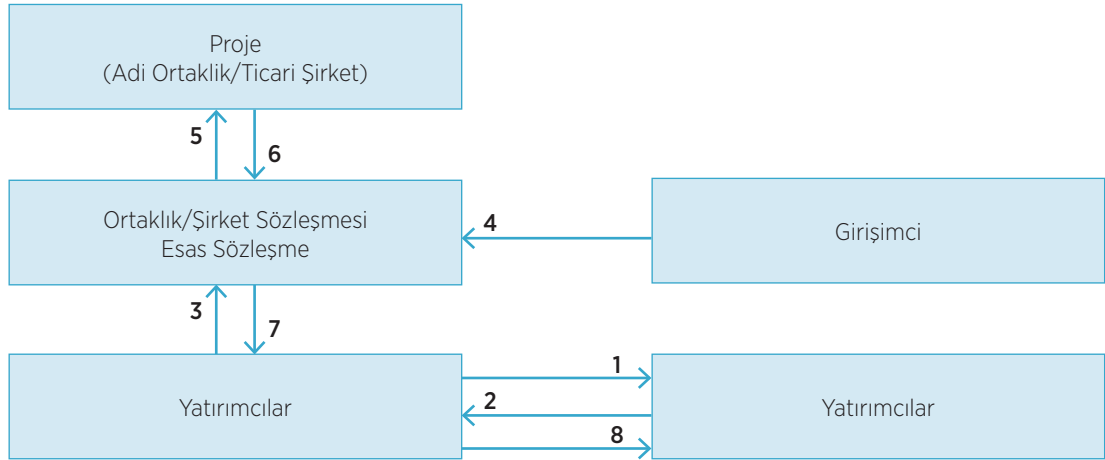
Ortak girişimin VKŞ dışındaki ortaklarının veya bunlar tarafından atanan üçüncü kişilerin kötü niyeti veya hukuka aykırı eylemleri dolayısıyla oluşabilecek olası zararların tazmini amacıyla bu ortaklardan teminat istenip istenmeyeceği, istenmesi durumunda teminatın nitelik ve niceliğine ilişkin hükümler ortaklık sözleşmesi, şirket sözleşmesi veya esas sözleşmede düzenlenir.

<sup>12</sup> SPL, Sermaye Piyasası Araçları Çalışma Kitabı-1, 2015, www.spl.org.tr

### i) Emek-sermaye ortaklıkları ve bu ortaklıklara dayalı sertifikalar

Bir tarafın (sermayedar) sermaye, diğer tarafın (girişimci) da emeğini, bilgi ve tecrübesini ortaya koyduğu ortaklıktır. Sermayedar ve girişimci bir projeyi gerçekleştirmek için bir araya gelirler. Bu tip ortaklıklarda proje finansmanının tamamı “sermayedar” tarafından karşılanır. Projenin sonunda elde edilen kâr, fonu temin eden sermayedar ile fonu kullanan girişimci tarafından önceden belirlenen orana göre paylaşılır. Projeye başlamadan önce hiçbir tarafa sabit bir kazanç tayin edilmez. Girişimcinin bir ihmali, anlaşma şartlarının ihlali, kötü niyeti veya hukuka aykırı eylemleri söz konusu olmadığı sürece projenin zararı durumunda zararın tamamı sermayedar tarafından karşılanır. Emek-sermaye ortaklığı sözleşmelerine dayalı olarak ihraç edilen sertifikalar ortak mülkiyeti ifade eder ve yatırımcısına projelerde hisse hakkı verir. VKŞ vasıtası ile sertifika ihraç eden kurum, yatırımcılara söz konusu girişimin sermayesinden hisse vermiş olur. Sözleşme yatırımcılar (sertifika sahipleri/sermayedar) ile vekil yönetici (VKŞ) arasında gerçekleşir. Kârın hangi oranlarda paylaşılacağı sözleşmeye yazılır. Sözleşmenin bitiminde başlangıç sermayesi ve projeden elde edilen kâr yatırımcılara hisseleri oranında ödenir<sup>13</sup>.

#### Şekil 2.21: Emek-Sermaye ortaklığı sertifika ihraç süreci



Kaynak: SPL, Sermaye Piyasası Araçları Çalışma Kitabı-1, 2015, www.spl.org.tr

<sup>13</sup> SPL, Sermaye Piyasası Araçları Çalışma Kitabı-1, 2015, www.spl.org.tr

- i) VKŞ kira sertifikası ihracını gerçekleştirir,
- ii) Yatırımcılar ödemesini yapar,
- iii) VKŞ yatırımcılar adına sermayeyi ortak girişime koyar,
- iv) Girişimci emek ve bilgi birikimini koyar,
- v) Ortak girişimi temsil eden adi ortaklık, ticaret şirketi kurulur,
- vi) Girişim kâr ederse sözleşmede belirlenen oranlara göre VKŞ (yatırımcılara vekâleten) ve girişimci arasında paylaşılır,
- vii) VKŞ aracılık faaliyetinden dolayı kârdan belirli bir pay alır,
- viii) VKŞ yatırımcılara periyodik olarak kâr payı ödemelerini yapar,
- ix) İşin sonunda ortak girişimin varlıkları veya VKŞ'nin sermaye payı piyasa fiyatından satılarak VKŞ üzerinden yatırımcılara dağıtılır.

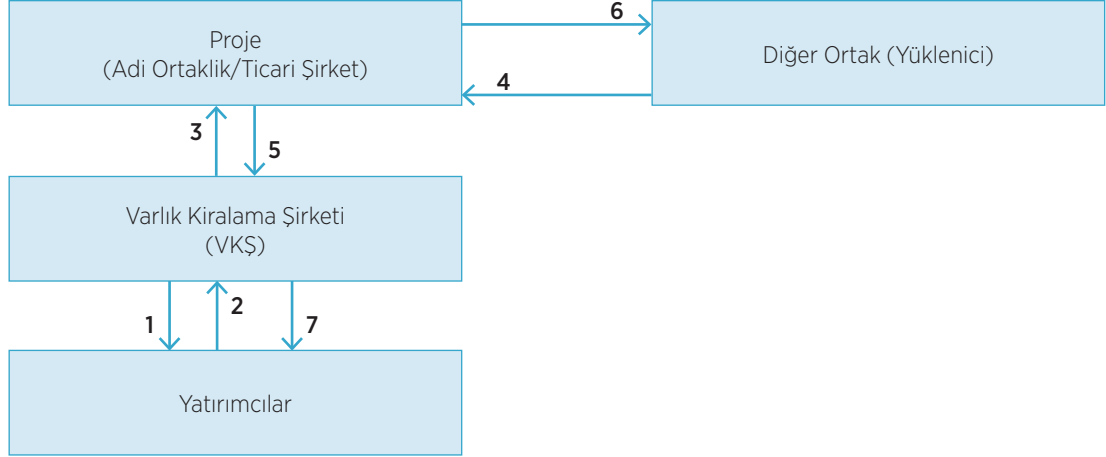
#### **ii) Kâr-Zarar ortaklıkları ve bu ortaklıklara dayalı sertifikalar<sup>14</sup>**

Emek-sermaye ortaklıklarından farklı olarak iki veya daha fazla tarafın ortak bir sermaye sağlayarak yaptıkları yatırımın neticesinde elde edilen kâr ve zarara ortak olduğu sözleşmelerdir. Bu yöntemde de kâr paylaşımı önceden belirlenen oranlarda yapılır. Bununla birlikte önceden herhangi bir getiri taahhüt edilmez. Kâr taraflar arasında önceden belirlenen oranlarda paylaşılabilen fakat zarar durumunda herkes sermayesi oranında zarara katılmaktadır.

Kâr-zarar ortaklığına dayalı sertifikalar ortaklık sözleşmesine dayalı mevcut bir işin finansmanını geliştirmek veya yeni bir projeyi tesis etmek için kullanılır. Sertifika sahipleri hisseleri oranında projenin veya faaliyetin sahibi olurlar. Kârın hangi oranlarda paylaşılacağı sözleşmeye yazılır. Faaliyetlerin zararlı sonuçlanması halinde taraflar zarara sermaye payları oranında katılırlar.

<sup>14</sup> SPL, Sermaye Piyasası Araçları Çalışma Kitabı-1, 2015, www.spl.org.tr

### Şekil 2.22: Kâr-Zarar ortaklığı sertifika ihraç süreci



Kaynak: SPL, Sermaye Piyasası Araçları Çalışma Kitabı-1, 2015, www.spl.org.tr

- i) VKŞ kira sertifikası ihracı yapar,
- ii) Yatırımcılar ödemesini yapar,
- iii) VKŞ topladığı fonu ortaklığa koyar,
- iv) Yüklenici sermayesini koyar ve kâr-zarar ortaklığı girişimi kurulur,
- v) Projeden elde edilen kâr-zarar paylaşılır,
- vi) Yüklenici kâr-zarardan payına düşeni alır,
- vii) VKŞ yatırımcılara periyodik ödemelerde bulunur.

Ortak girişimin yöneticiliğini de yüklenici yapıyor ise kendisine bunun içinde ilave ücret ödenebilir. İşin sonunda ortak girişim tasfiye edilir. Ortak girişimin varlıkları piyasa fiyatından satılarak herkese payı oranında dağıtılır.

#### e) Eser sözleşmesine dayalı kira sertifikalarına ilişkin özel hükümler

Eser sözleşmesine dayalı kira sertifikaları, VKŞ'nin iş sahibi sıfatıyla taraf olduğu bir eser sözleşmesi kapsamında eserin meydana getirilmesini sağlamak amacıyla ihraç edilen kira sertifikalarıdır. Uluslararası sukuk ihraçlarında "istisna sukuk" olarak tanımlanan sertifika türüdür. Genellikle büyük altyapı projeleri olmak üzere herhangi bir eserin meydana getirilmesi için gerekli finansmanı sağlamak amacıyla ihraç edilir. İstisna Arapça "sanayi" kelimesi ile aynı kökten gelmekte olup yapmak, inşa etmek, üretmek gibi manalara gelmektedir.

Sürecin işleyişi kısaca şu şekilde özetlenebilir;

Kaynak kuruluş/fon kullanıcısı bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla fon temin etmek için VKŞ'ye başvurur. VKŞ sertifika ihracını gerçekleştirir. VKŞ ve fon kullanıcısı arasında belirli bir tarihte teslim şartı bulunan bir satış veya kiralama sözleşmesi yapılır. VKŞ projeyi teslim eder ve topladığı fonlardan projenin ödemesini yapar. Kira sertifikasının vade bitimi tarihi itibarıyla satış bedelinin tamamı VKŞ tarafından tahsil edilir ve kira sertifikası sahiplerine ödeme yapılır.<sup>15</sup>

Eser sözleşmesine dayalı kira sertifikası ihraç tutarı, hazırlanan değerlendirme raporunda tespit edilen gerçeğe uygun değerinin %90'ını aşamaz. 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.

Sermaye piyasası mevzuatındaki kira sertifikası ihracına ilişkin düzenlemelere paralel olarak, vergisel düzenlemeler zamanında yapılamamıştır. 9.8.2016 tarihli Resmi Gazetede yayınlanan 6728 sayılı kanunla, kira sertifikaları ve diğer sermaye piyasası araçları arasındaki vergi yükü farklılıkları ve karşılaşılan sorunlarla ilgili olarak kurumlar vergisi, KDV, damga vergisi ve harçlarda düzenlemeler yapılmıştır.

6728 sayılı kanun ile Kurumlar Vergisi Kanunu 5'inci maddesindeki kira sertifikası ihracı işlemlerine ilişkin istisna, uygulamada karşılaşılan sorunlar da dikkate alınarak, yeniden düzenlenmiş ve düzenleme aynı maddenin birinci fıkrasına (k) bendi olarak eklenmiştir. Buna göre, Kurumlar Vergisi Kanunu'nda kurum kazancı istisnası, kira sertifikası ihraçları için genişletilmiştir.

Önceki düzenlemede, kira sertifikası ihracında sadece taşınmazlardan doğan kazançlar kurumlar vergisinden istisna edilmişti. Yeni düzenlemede ise her türlü varlık ve hakların, kaynak kuruluşlarca, kira sertifikası ihracı amacıyla ve sözleşme sonunda geri alınması şartıyla varlık kiralama şirketlerine satışı ile varlık kiralama şirketlerince bu varlıkların devralındığı kuruma satışından doğan kazançlar Kurumlar Vergisinden istisna edilmiştir.

Kira sertifikasına konu edilecek varlıkların VKŞ'ye satışından ortaya çıkan kâr, bilançonun pasifinde sermaye kalemi altında özel fon hesabında takip edilerek kurum kazancına dahil edilmez. İstisna edilen kazançtan herhangi bir şekilde başka bir hesaba nakledilen veya işletmeden çekilen kısım için zamanında tahakkuk ettirilmeyen vergiler ziyaa uğramış sayılır. Özel fon hesabından sadece o varlıkla ilgili amortismanlar ayrılabilir.

<sup>15</sup> SPL, Sermaye Piyasası Araçları Çalışma Kitabı-1, 2015, www.spl.org.tr

6728 sayılı kanun ile KDV Kanununun 17/4-u bendinde yapılan değişiklikle, her türlü varlık ve hakkın, kaynak kuruluşlarca, kira sertifikası ihracı amacıyla ve sözleşme süresi sonunda geri alınması şartıyla varlık kiralama şirketlerine devri ile bu varlık ve hakların varlık kiralama şirketlerince kiralanması ve devralınan kuruma devri KDV'den istisna edilmiştir.

Ayrıca, istisna kapsamında, varlık kiralama şirketlerine devredilen varlık ve hakların iktisabında yüklenilen ve devrin yapıldığı döneme kadar indirim yoluyla giderilemeyen katma değer vergisi, devrin yapıldığı hesap dönemine ilişkin gelir veya kurumlar vergisi matrahının tespitinde gider olarak dikkate alınır, devir tarihine kadar indirilen katma değer vergisi indirimleri geriye dönük düzeltilmez.

6728 sayılı kanun ile Damga Vergisiyle ilgili olarak, kira sertifikası işlemlerine konu varlıkları menkul ve gayrimenkul mallar ile maddi olmayan varlıklar olarak sınırlı bir şekilde belirten istisna hükmünde 6728 sayılı Kanunla yapılan değişiklikle, farklı kira sertifikası türlerine göre düzenlenen kağıtlar ve kira sertifikaları ödemeleri ile bunların teminatlarına ilişkin olarak düzenlenen her türlü kağıtların damga vergisinden istisna edilmesi sağlanmıştır.

6728 sayılı kanun ile Harçlarla ilgili olarak, sermaye piyasası mevzuatında kira sertifikası ihracına ilişkin olarak yapılan değişiklikler dikkate alınarak istisnanın kapsamı genişletilmiştir. Kira sertifikası ihracına dayanak teşkil eden her türlü varlık ve hakların; 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, Harçlar Kanunda yazılı harçlardan müstesnadır.

Görüldüğü üzere, Kurumlar Vergisi, KDV, Damga Vergisi ve Harçlara ilişkin yapılan vergisel düzenlemeler ile kira sertifikası işlemlerinde maliyet kalemleri azaltılarak ihraç işlemleri kolaylaştırılmaya çalışılmıştır. Yeni düzenlemeler ile her türlü varlık ve hak üzerine dayalı farklı kira sertifikası türleri teknik olarak ihraç edilebilir hale gelmiştir.

Bu düzenlemelerin piyasaya zincirleme olarak şöyle bir etkisi de söz konusu olabilir. Katılım bankaları elindeki nakit fazlalıklarını yönetmek amacıyla kira sertifikasına ihtiyaç duymaktadırlar. Bu kapsamda katılım bankaları hazine birimleri kira sertifikalarını devlet tahvili ve hazine bonusu ile benzer işlevi görecektir şekilde kullanarak kendilerine bir alternatif oluşturmuşlardır. Bu işlemleri çok nadir olarak özel sektör kira sertifikaları ile de yapmaktadırlar. Faizsiz emeklilik fonları ile yatırım fonları da gerek kamu gerekse de özel sektör kira sertifikalarını aynı yöntemle kullanarak fon yönetimi gerçekleştirilmektedir. Dolayısıyla ikinci el piyasada kira sertifikaları tahvil-bonolara bir alternatif oluşturduğunu söylenebilir. İhraç

edilen kira sertifikalarının altında bir dayanak varlık veya haklar olur. Bu varlık veya haklar ihraç aşamasında özel amaçlı bir şirkete devredilir ve sertifikalar bu varlıklardan doğan gelirler üzerinde hak tesis ederler. Kira sertifikasına yatırım yapan yatırımcıların VKŞ üzerinden de olsa bu varlıklara sahip olmaları nedeniyle, bu finansal araç yatırımcılar açısından daha güvenli bir yatırım aracı olarak görülebilmektedir. Piyasada ki özel sektör tahvillerin altında teminat gibi de olsa bir varlık yoktur (VDMK veya İpotekli Menkul Kıymet Hariç) ve doğrudan borçlanmaya dayalıdır. Alacaklı taraf yani yatırımcı alacaklarını doğrudan borçlu olan kişiden tahsil etmeye çalışır ve tahvil ihraççısının finansal performansından doğrudan etkilenir. Piyasada bir firmanın sıkıntıya girmesi ve ihraç ettiği ÖST'yi ödeyememesi, tüm ÖST pazarını sekteye uğratır. Geçmiş yıllara baktığımızda kamuya göre yüksek getiri veren ÖST'ler ve ÖST'ye dayalı borçlanma araçları fonları çok hızlı şekilde büyüme kaydetmiştir. Ancak bazı firmalarda yaşanan sıkıntılar ve buna istinaden ihraç edilen ÖST'lerin ödenmemesi nedeniyle tüm ÖST pazarı sekteye uğramıştır. Özel sektör kira sertifikaları bazı yasal engellerden dolayı sadece katılım bankaları ihraçları ile hızlı büyümeler kaydettiği için böyle bir sıkıntı yaşanmamıştır. Ancak ihraçların daha fazla artabilmesi için kira sertifikalarına konu edilecek daha çok varlığın ve hakkın olması gerekmektedir. Bu noktada reel sektör firmalarının ihraçlarına ihtiyaç vardır. Yukarıda mali yönden yapılan düzenlemeler ile reel sektör firmalarının kira sertifikası ihraç etmesi noktasındaki bazı maliyet engelleri kaldırılmıştır. Kira sertifikalarının varlığa dayalı olarak çıkması ve bunu çıkaracak olan firmaların ya bir varlık göstermeleri yada işi ile ilgili bir ticari hareketi kira sertifikasına konu etmeleri gerekmektedir. Bu nedenden dolayı hem firmaların finansal sıkıntıdan dolayı kira sertifikaları ihraç etme olasılığı azaltılacak hem de yatırımcıya daha çok güvence vereceği için daha çok yatırım yapılabilir hale gelecektir. Tahvillere kıyasla kira sertifikalarında yatırımcılar sadece kaynak kuruluşun finansal performansından değil, aynı zamanda ihraca konu dayanak varlıkların performansından da etkilenir. Geçmiş olumsuz vakalar nedeniyle sekteye uğramış olan ÖST'lere bir alternatif olarak kira sertifikaları güzel bir seçenek olarak piyasaya hareketlilik getirebilir. ÖST'ler gibi bu pazarında sekteye uğramaması için kira sertifikası ihracı yapacak firmalar iyi seçilmeli, ihraca konu varlık veya haklar yatırımcının teminatı olacağı için, yatırımcıları koruyacak şekilde yasal altyapısı hazırlanmalı ve bir sıkıntı halinde yasal süreçler kısa sürede bitirilmesi amaç edinilmelidir. 2017 Temmuz itibari ile ÖST'lerin büyüklüğü yaklaşık 50 milyar TL iken, özel sektör kira sertifikalarının büyüklüğü yaklaşık iki milyar TL'dir. Yurtdışı piyasalar ile karşılaştırıldığında bu iki pazarında daha çok büyümesi ülke ekonomisi açısından önem arz etmektedir. Bu şekilde borçlanmalar ile firmalar daha uzun vadeli borçlanarak yatırımlarını gerçekleştirebilirler.

Sonuç olarak kira sertifikaları, diğer sermaye piyasası araçları gibi yaygınlaşmaya başlamıştır. Diğer sermaye piyasası araçlarındaki gibi kira sertifikasında da ihracı kolaylaştıracak, maliyetleri azaltacak düzenlemeler yapılması piyasanın gelişimi açısından önem arz etmektedir. Bu değişikliklerin etkilerini ilerleyen zamanlarda göreceğiz.

Halihazırda kira sertifikası ihraç edilirken, vergisel işlemler haricinde Sermaye Piyasası İşlemleri ile ilgili aşağıdaki masraflar söz konusudur;

- **SPK Kurul Ücreti:** İhraç edilen kira sertifikası tutarı üzerinden tahsil edilen ücrettir ve vadeye göre değişmektedir, örneğin vadesi 181 gün ile 364 gün kira sertifikalarında on binde 3,5 ücret alınmaktadır. 100 milyon TL'lik ihraç için 35.000 TL SPK kurul ücreti ödenmektedir. 180 günden az ihraçlar için on binde 2,5 ücret uygulanmaktadır.
- **MKK Ücreti:** Üst limit 2.050 TL, ayrıca kupon ve itfa bedellerinde on binde 0,5 ücret tahsil edilmektedir. MKK bu ücretleri yıllar itibari ile güncellemektedir.
- **Takansank ISIN ücreti,** yaklaşık 100 TL gibi cüzi bir ücrettir.
- Kira sertifikasına konu olan gayrimenkul varsa gayrimenkul değerlendirme ücreti (gayrimenkule göre eksper ücreti değişmektedir).
- **Aracılık Komisyonu Ücreti:** Katılım Bankaları nitelikli yatırımcıya ihracı doğrudan kendileri yapabildikleri için, kendi kira sertifikası ihraçları haricindeki başka kurumların kira sertifikası ihraçlarında aracılık işlemi yaparak komisyon alabilmektedirler. Halka arz işlemleri kanunen sadece aracı kurumlar üzerinden gerçekleştiği için, aracı kurumlara (hisse senedi işlemi yapan, menkul değerler veya yatırım menkul değerler firmaları) belli oranda komisyon ücreti ödenmektedir.
- **BİST Kayıt Ücreti:** BİST masrafları, halka arz ve nitelikli yatırımcıya satış yoluyla yapılan ihraçlara göre değiştiği gibi, ihraç miktarına göre de değişmektedir. 100 milyon ile 200 milyon arası ihraçta, nitelikli yatırımcıya satış yoluyla yapılan ihraçlar için 27.400 TL, halka arz yoluyla yapılan ihraçlar için 13.700 TL masraf alınmaktadır. Kira sertifikalarında bu tutarlarda Borsa İstanbul %50 indirim uygulamaktadır. Kira sertifikası piyasasının gelişmesine katkı sağlanması yönünden teşvik edici bir uygulamadır.

#### 2.2.5.8 Varlık Kiralama Şirketleri (VKŞ)<sub>16</sub>

Varlık kiralama şirketleri sadece kira sertifikası ihraç etmek amacı ile kurulmuş anonim şirket hüviyetinde ki tüzel kişiliklerdir. Ana kuruluşa birebir bağlı icrai bir organı veya çalışanı olmayan sadece Yönetim Kurulundan oluşan bu şirketler sadece şirket bünyesi altında ihraç edilen kira sertifikalarını ayrı ayrı kayıt eder ve izler.

<sup>16</sup> SPK, Kira Sertifikaları Tebliği (III-61.1), **Resmi Gazete**, 28670; 7 Haziran 2013



### **VKŞ'yi kurabilecek kuruluşlar aşağıdaki gibidir:**

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

”f” maddesini bir örnek ile açıklayacak olursak; Banka olarak Kuveyt Türk Katılım Bankasının kurmuş olduğu KT Varlık Kiralama A.Ş hem bankanın kira sertifikası ihraçlarına hem de reel sektör firmalarının kira sertifikaları ihraçlarına aracılık edebilir. Ancak reel sektör firmasının kurmuş olduğu VKŞ sadece o reel sektör firmasının fon ihtiyacı doğrultusunda ihraç edeceği kira sertifikalarına aracılık edebilir. Burada banka ve aracı kurum gibi finansal kuruluşların kurduğu VKŞ'lere görev alanı gereği biraz daha geniş yetki verilmiştir.

SPK gerek yatırımcıyı korumak adına gerekse piyasanın güvence altına alınması adına ihraççı konumundaki VKŞ'lerin kurulması ile ilgili aşağıdaki hükümlere de ilgili tebliğde yer vermiştir:

- i) Varlık kiralama şirketi, Kurul tarafından uygun görüş verilen esas sözleşmesinde belirtilen faaliyetler dışında herhangi bir ticari faaliyetle uğraşamaz. Ayrıca sahip olduğu varlıklar ve haklar üzerinde esas sözleşmesinde izin verilenler hariç olmak üzere, üçüncü kişiler lehine hiçbir ayni hak tesis edemez ve bunları kira sertifikası sahiplerinin menfaatlerine aykırı bir şekilde kiralayamaz veya devredemez.
- ii) Kira sertifikaları itfa edilinceye kadar, varlık kiralama şirketinin portföyünde yer alan varlıklar ve haklar, ihraççının yönetiminin veya denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi hâlinde dahi teminat amacı dışında tasarruf edilemez, rehnedilemez, teminat gösterilemez, kamu alacaklarının tahsili amacı da dâhil olmak üzere haczedilemez,

- iflas masasına dâhil edilemez, ayrıca bunlar hakkında ihtiyati tedbir kararı verilemez.
- iii) İhraççının kira sertifikalarından kaynaklanan yükümlülüklerini vadesinde yerine getirememesi, yönetiminin veya denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi, faaliyet izninin kaldırılması veya iflası hâlinde portföyündeki varlıklardan elde edilen gelir öncelikle kira sertifikası sahiplerine yapılacak ödemelerde kullanılır. Bu durumda Kurul, kira sertifikası sahiplerinin haklarının korunmasını teminen gerekli her türlü tedbiri almaya yetkilidir.
  - iv) Varlık kiralama şirketlerinin kuruluşuna, esas sözleşmelerine, faaliyet esaslarına, devratabilecekleri varlık ve hakların türleri ile niteliklerine, bunlara ilişkin kayıtların tutulmasına, yönetim ilkelerine, tasfiye ve sona ermelerine, YTM'ye (Yatırımcı Tazmin Merkezi) hizmetleri karşılığında varlık kiralama şirketinin portföyündeki varlıklardan ödeme yapılması hâlinde bu ödemenin hesaplanmasına ilişkin usul ve esaslar Kurulca belirlenir.
  - v) Esas sözleşmesinin onaylandığı tarihten itibaren bir yıl içerisinde Kurula ihraç başvurusunda bulunmamış VKŞ'lerin, bir yıllık sürenin dolmasını takip eden bir ay içerisinde ihraç başvurusu yapmaları veya faaliyet konusunu değiştirmeleri veya infisah kararı olarak tasfiye işlemlerine başlamaları zorunludur.

Yukarıdaki maddelerden de anlaşılacağı üzere kira sertifikası ihraç etmek için kurulmuş şirket, piyasaya güvence vermek ve yatırımcıları korumak amacı ile kurulmuş ana ortaktan ayrı bağımsız tüzel kişiliğe haiz kuruluştur. Kuruluş kendisi üzerinden ihraç edilen kira sertifikalarına ait varlıkları ayrı olarak muhasebeleştirir ve yatırımcılar adına bunların kaydını tutar ve izler. Ayrıca şer'î olarakta kira sertifikası ihraç edebilmek için "Beyü'l İyne" yani hileli satışın önüne geçebilmek için üçüncü bir tarafın bulunması fıkhen olmazsa olmaz bir unsurdur (maslahat gerektiren durumlar istisna edilmiştir).

**VKŞ Yönetimi, Belge ve Kayıt Düzeni:** Varlık Kiralama Şirketi, kira sertifikası ihraç ederken kira sertifikaları tebliğinde aşağıda belirtilen hükümlere uymakla mükelleftir.<sup>17</sup>

- i) Her kira sertifikası ihracı, ihraca konu varlık ve haklar ile bunlardan elde edilecek gelirler ile katlanılacak giderler, ilgili kira sertifikası bazında VKŞ'nin muhasebe kayıtlarında ayrı ayrı izlenir.
- ii) VKŞ'nin finansal durum tablosunda yer alan varlıklar, haklar ve yükümlülükler ilgili tertip kira sertifikası altında gruplanarak likidite esasına göre sıralanmak suretiyle ve itfa tarihi en yakın olan tertip kira sertifikası en üstte olacak şekilde raporlanır. VKŞ'nin kapsamlı gelir tablosunda her bir tertip kira sertifikasına ilişkin gelir ve giderler gruplanmak suretiyle raporlanır.

<sup>17</sup> SPK, Kira Sertifikaları Tebliği (III-61.1), **Resmi Gazete**, 28670; 7 Haziran 2013

- iii) Kira sertifikası ihraçlarının ve ihraca dayanak oluşturan işlemlerin gerçekleştirilebilmesi için VKŞ'nin fon kullanıcıları ile gerekli sözleşmeleri yapması zorunludur.
- iv) VKŞ yönetim kurulu varlık ve haklardan tahsilat yapılması ve VKŞ'nin elde ettiği bu gelirlerin kira sertifikası sahiplerine payları oranında ödenmesinden sorumludur.
- v) VKŞ yalnızca kira sertifikası ihracı, ihraca dayanak işlemlerin gerçekleştirilmesi ve mevzuat uyarınca faaliyetinin devamı kapsamında katlanılması gereken harcamaları yapabilir. Bu kapsamda VKŞ tarafından emsallerine uygun olmayan harcamalar yapılamaz. Yapılacak bu harcamalarda sorumluluk VKŞ yönetim kuruluna aittir.
- vi) Her bir tertip kira sertifikası ihracına ilişkin varlık ve haklar gerektiğinde satılmak suretiyle ilgili kira sertifikası sahiplerine ödenmeden, VKŞ isteğe bağlı olarak tasfiye edilemez. Bu hükmün uygulanmasından VKŞ yönetim kurulu sorumludur.

Yukarıdaki maddelerden de anlaşılacağı üzere, her bir kira sertifikası ihracı için temin edilen varlıklar, VKŞ muhasebesinde ayrı olarak muhasebeleştirilir ve izlenir. Böylece VKŞ'nin ihraç ettiği her kira sertifikası birbirinden ayrı ve bağımsız olacaktır. Bu sayede yatırımcılar ile VKŞ alacakları arasında çıkabilecek çıkar çatışmalarının önüne geçilmesi sağlanacaktır. Ayrıca her ihraç ile VKŞ'nin kaynak kuruluştan elde ettiği varlıkların sadece o kira sertifikalarına yatırım yapan yatırımcılara ait olduğu belirtilerek, varlıklar üzerindeki çıkar çatışmalarının önüne geçilmiştir. SPK'nın hazırladığı tebliğler ile yatırımcılar güvence altına alınmaya ve ihraççıların suiistimal yapmasının önüne geçilmeye çalışılmıştır.

### 2.2.6 TCMB APİ İşlemleri (Kira Sertifikalı)

Merkez Bankası, para politikası hedefleri çerçevesinde, para arzı ve ekonominin likiditesinin etkin bir şekilde düzenlenmesi amacıyla, Türk lirası karşılığında menkul kıymetlerin kesin alım-satımı, geri alım vaadi ile satımı, geri satım vaadi ile alımı ve Türk Lirası depo alınması ve verilmesi gibi işlemler açık piyasa işlemleri olarak tanımlanır.<sup>18</sup> Bu araç Merkez Bankaları tarafından en yaygın olarak kullanılan para politikası araçlarının başında gelir. Açık piyasa işlemlerinin büyüklüğü ve zamanlaması tamamen Merkez Bankaları tarafından belirlenir.

Açık piyasa işlemlerinde Merkez Bankaları şunları amaçlar;

- i) Bankaların rezervlerini etkilemek,
- ii) Parasal taban ve para arzını etkilemek,
- iii) Faiz oranlarını etkilemek ve
- iv) Kredi kuruluşlarını etkilemektir.

<sup>18</sup> <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Piyasalar/Acık+Piyasa+İşlemleri> [Erişim 2015 ]

**Kira sertifikasının TCMB APİ (açık piyasa işlemleri) işlemlerine konu edilmesi:** TCMB APİ işlemleri DİBS (devlet iç borçlanma senetleri) kullanılarak ve konvansiyonel bankacılığa uygun olan sözleşmeler hazırlanarak yapılmaktadır. Bu nedenle katılım bankaları 2013 yılına kadar bu piyasadandan yararlanamamıştır. 2013 yılında yapılan değişikliklerle katılım bankaları, kendileri için en büyük sorun olan likidite probleminin çözümü adına çok önemli bir ürüne/kaynağa kavuşmuştur. Bu ürünün kira sertifikaları ile gelmesi kira sertifikalarının katılım bankaları için ne kadar yenilikçi ve farklı uygulamalara/ürünlere yol açan bir ürün olduğunun göstergesidir.

**Katılım bankalarının bu ürünü kendi ilkeleri doğrultusunda kullanabilmesi için:**

- i) Türkiye Cumhuriyeti Hazinesi tarafından ihraç edilen ve faizsiz finans ilkelerine uygun kira sertifikalarının TCMB APİ işlemlerine konu edilebilmesi için faizsiz finans ilkelerine uygun yeni TCMB “APİ Talimatı ve Çerçeve Sözleşmesi” hazırlanmıştır.
- ii) Piyasada geniş bir etkiye sahip olabilecek bu ürün için TCMB “APİ Uygulama Talimatı” değişikliğine gidilmiştir.
- iii) Katılım bankaları için ayrı ek çerçeve sözleşmesi oluşturulmuştur. Hem TCMB “APİ Uygulama Talimatı” hem de katılım bankaları için hazırlanan “Ek Çerçeve Sözleşmesi” faizsiz bankacılığın çalışma ilkelerine göre hazırlanmıştır. Bu yeni TCMB “APİ Talimatı ve Çerçeve Sözleşmesi” ile katılım bankaları fon ihtiyacı duyacakları anda başvurabilecekleri güvenli bir kanala daha kavuşmuştur. Ayrıca mevcut fon fazlalıklarını değerlendirebilecekleri yeni bir alan açılmıştır.

TCMB “APİ Talimatı ve Ek Çerçeve Sözleşmesi” değişiklikleri Merkez Bankasının “Açık Piyasa İşlemleri Uygulama Talimatının” içine derç edilmiştir. TCMB APİ işlemlerini yapmak isteyen katılım bankaları TCMB “Açık Piyasa Uygulama Talimatının” içinde yer alan “Ek 1b Açık Piyasa İşlemleri Çerçeve Sözleşmesi (Bankalar-Opsiyonlu)” kısmını imzalayarak bu işlemleri yapabilirler.<sup>19</sup> Bu sözleşme metnini “Ek 1b Açık Piyasa İşlemleri Çerçeve Sözleşmesi (Bankalar-Opsiyonlu)” Ek/1’de bulabilirsiniz.

Sözleşmelerde ve işlemlerde yapılan değişikliklere değinecek olursak; sözleşmelerdeki tüm faiz ibareleri kaldırılmıştır. Kira sertifikası alım-satım işlemlerinin gerçek manada bir alım ve geri satım olabilmesi için yeni sözleşmeler düzenlenmiştir. Forward işleminde uygulanan cayma hakkı bu üründe de kullanılmıştır. Taraflardan birine serbestlik hakkı verilerek vade sonundaki geri alım işleminden istenildiği zaman cayılabilme hakkı sözleşmelere eklenmiştir. Bu işlemlerde serbestlik hakkı TCMB’ye aittir. TCMB APİ işlemi ile satın aldığı

<sup>19</sup> [http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/a9a7f10c-f7bc-4f5d-bcdc-5a50cc84a713/20141022\\_AP%C4%B0\\_Talimat%C4%B1.pdf?MOD=AJPERES](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/a9a7f10c-f7bc-4f5d-bcdc-5a50cc84a713/20141022_AP%C4%B0_Talimat%C4%B1.pdf?MOD=AJPERES) [Erişim 2015 ]

kira sertifikalarını vadesi geldiğinde tekrar geri satmama hakkına sahiptir. İşlemler gerçek bir alış-satış işlemi olacağı için bu minvalde muhasebeleştirilmesi gerekmektedir. Ancak muhasebe standartlarının UFRS(uluslararası raporlama standartları) ile uyumlu olma zorunluluğundan dolayı muhasebesel olarak bu değişikliğe gidilememiştir.

### **TCMB API İşlemlerinin Katılım Bankalarına Faydaları**

- i) TCMB'den likidite sağlama imkânına kavuşulması ile katılım bankalarının yüksek likidite tutma ihtiyacı ciddi oranda azalmıştır.
- ii) Katılım bankaları portföylerindeki kira sertifikalarını likidite ihtiyacı halinde TCMB API işlemlerine konu edilebilecektir.
- iii) Likidite ihtiyacı durumunda elindeki kira sertifikalarını TCMB haricinde piyasada da kullanılabileceğinden dolayı yeni kira sertifikaları yatırımları kolaylaşacaktır.
- iv) Katılım bankalarının Aktif-Pasif yönetiminde kolaylık sağlanmıştır.
- v) TCMB oranları ile piyasa getiri oranları arasında bir fark oluştuğunda, buradan yapılacak alım-satım işlemlerinde katılım bankaları arbitraj geliri elde edecektir. TCMB'den düşük maliyetli kaynak temin edip, piyasaya daha yüksek oranda fon kullandırım (hazine) işlemi yaparak arbitraj geliri elde eder.

Yukarıdaki beşinci maddeye daha detaylı değinmek gerekirse; Merkez Bankasının piyasayı yönlendirmek amacıyla uygulamış olduğu bir politika faiz oranı vardır. Merkez Bankası bu oranı piyasayı yönlendirmek, enflasyonu, faiz oranlarını ve bunlara bağlı olarak döviz kurlarını kontrol etmek amacıyla kullanmaktadır. Bu oran ile ticari bankalar elindeki varlıkları Merkez Bankasına teminat olarak gösterip borçlanırken, katılım bankaları bu oran üzerinden kira sertifikalarının alım-satımını yaparak kira sertifikalarını nakde dönüştürebilmektedirler. Katılım bankaları bu nakde dönme işlemi likidite ihtiyacını karşılamak için yapmaktadırlar. Ama bazı durumlarda özellikle son iki-üç yıldır (2014-2016) politika faiz oranı ile piyasa oranları arasında %2-3'lük bir fark oluşması nedeniyle, katılım bankaları bu işlemi arbitraj yani kâr amaçlı da yapabilmektedir. Piyasada oranlar %10 üzerinde seyrederken, politika faiz oranı %7,5 civarında seyretmiştir. Merkez Bankası piyasa oranlarını daha fazla yükseltmemek ve piyasaları bozmamak adına bu oranı piyasa oranına çıkarmamıştır. Uygulanan bu politika ile sadece ticari bankalar açısından değil, katılım bankaları içinde çok kârlı arbitraj getirisi elde edebilme imakını doğmuştur. Örneğin, 30 milyar TL aktif büyüklüğe sahip bir katılım bankasının, ortalama portföyünde %5 kira sertifikası taşıdığını düşünürsek (bu çalışmanın giriş kısmında katılım bankalarının ortalama taşıdıkları kira sertifikası oranları verilmiştir ve bu oran giderek artmaktadır), katılım bankası bilançosunda

yaklaşık 1.5 milyar TL değerinde kira sertifikaları taşıdığını dile getirebiliriz. Yatırım yaptığı bu tutarın yarısını TCMB API işlemlerinde kullanırsa, yani Merkez Bankasından haftalık %7,5 maliyetle aldığı parayı, %9 ile piyasaya kullanırsa, %1,5 gibi net getiri marjı elde eder. Bu işlem katılım bankasına yıllık ortalama 15 milyon TL'lik arbitraj geliri elde etme imkânı doğurur. Dolayısıyla bu işlemler katılım bankalarının likiditesine çok büyük katkı sağladığı gibi gelirine de büyük katkı sağlamıştır.

### 2.2.7 Müşterilerle Kira Sertifikaları Geri Alım Vaadli Satım

Repo, İngilizce'de "Repurchase Agreement" kelimelerinin kısaltması yoluyla Türkçe'ye girmiştir. Türkçe karşılığı olarak, "Geri Satın Alma Anlaşması", "Yeniden Satın Alma Anlaşması" veya "Geri Alım Sözleşmesi" gibi deyimlerle de ifade edilmiştir. Ancak bunların hiçbirisi dilimize "Repo" kadar etkili bir şekilde girememiştir.

Teknik olarak ifade etmek gerekirse repo, kısa vadeli bir fon bulma yöntemi olarak tarif edilebilir. Genel olarak repo işlemi, "Satıcının, menkul değerleri ileride belirli bir tarihte ve önceden kararlaştırılmış bir fiyat üzerinden tekrar satın alma taahhüdü ile satmasıdır." Taraflar arasında mübadeleye konu olan menkul değerlerin asıl fonksiyonu borç veren tasarruf sahibine bir teminat sağlamasıdır. Bu sebeptir ki, repo işleminde teminat olarak kamu kurumlarınca ihraç edilen devlet tahvili, hazine bonusu ve kira sertifikaları gibi menkul kıymetler tercih edilmektedir.

Borçlar Kanununa göre repo, kabaca bir satış anlaşması; Bankalar Kanununa göre bir borçlanma aracı, tasarruf sahipleri bakımından ise kısa vadeli bir yatırımdır.

Repo işlemlerine konu olabilecek menkul kıymetler şunlardır; devlet tahvilleri, hazine bonoları, banka bonoları ve banka garantili bonolar, Kamu Ortaklığı İdaresi ve Toplu Konut İdaresince ihraç edilen borçlanma senetleri ile piyasada veya borsada işlem gören VDMK dışındaki diğer borçlanma senetleri. Ayrıca BİST bünyesinde Repo-2 pazarında pay senetleri de repo işlemine konu edilmeye başlanmıştır. Uygulamada; menkul kıymetler, müşteriye teslim edilmeyip TCMB'de bloke hesaplarda ya da İMKB Takas ve Saklama A.Ş.'de depo edilmektedir. Hazine bonusu veya devlet tahvilinin teslimi yerine, bir makbuz düzenlenir. Müşteri repo vadesi dolduğunda makbuzu teslim eder ve tutar kendisine nakden ödenir.

Repo işlemi yapılırken vade sonundaki fiyatın saptanması için iki yöntem uygulanabilir:

- i) Bugünkü satış fiyatına repo vadesine kadarki faizin eklenmesi,
- ii) Günün koşulları dikkate alınarak, repo vadesinde hazine bonosunun fiyatının tahmin edilmesi,

Katılım bankalarında bu ürün kullanılmamaktadır. Birinci nedeni repo gibi katılım bankaları ilkeleri doğrultusunda çalışacak bir pazarın olmaması; ikinci nedeni ise OTC’de bu işlemi yapabilmesi için katılım bankasının sistemsel altyapısını kurma zorunluluğudur. Katılım bankaları çalışma ilkeleri doğrultusunda çalışacak repo pazarının, BİST ve Takasbank ile ortaklaşa çalışılan proje kapsamında 2017 yılının Eylül ayında yürürlüğe girmesi planlanmaktadır. 2017 yılında yürürlüğe girmesi planlanan yapı mevcut repo pazarından farklıdır ve bu ürün 2.2.8 Kira sertifikası taahhütlü işlemler pazarı başlıklı bölümünde detaylıca ele alınmıştır.

Tezgahestünde işlemlerin yapılabilmesi için; katılım bankalarının portföylerinde yeteri kadar kira sertifikası olması gerekmektedir. Bu kira sertifikaları geri alım vaadi ile müşterilere satılarak fon temin edilebilir. Satışa konu olacak kira sertifikaları için tıpkı TCMB API işlemlerinde olduğu gibi tek taraflı serbestlik hakkı mevcuttur ve bu serbestlik hakkı sözleşme ile taraflardan en az birine verilmiştir. Bu işlemlerin gerçekleştirilebilmesi için katılım bankalarının MKK üyesi olmaları ve menkul kıymet altyapılarını kurmuş olmaları gerekmektedir. Bu altyapının ilerleyen yıllarda kurulması planlanmaktadır. Bu sayede katılım bankaları müşterilerine taahhütlü olarak kira sertifikası alım-satım işlemi ile repo benzeri işlem yapabileceklerdir. Müşterilerin nakit varlıkları bu sayede değerlendirilmiş olacak ve katılım bankaları da ihtiyaç duyabilecekleri likide ulaşmış olacaklardır. Bankaların karşılaşılabilecekleri en büyük risk likidite riskidir. Katılım bankaları, kısa vadeli fon toplama ve fon verme noktasında ürün gamı eksikliği yaşamaktadır. Ürün çeşitliliğinin çok az olması katılım bankalarını likidite yönetimi yönünden çok büyük sıkıntıya sokmaktadır. Farklı görüşler olmakla birlikte, danışma kurulları bu ürüne sınırlı kullanma şartıyla da olsa onay verdiklerinde, bu ürün katılım bankalarında kullanılabilir hale gelecektir.

Kira sertifikasının taahhütlü alım-satım işlemi aşağıdaki şekilde gerçekleştirilebilir:

- i) Katılım bankalarının portföylerindeki tüm devlet ve özel sektör kira sertifikaları taahhütlü alım-satım işlemlerine konu edilebilir.
- ii) Müşteri, katılım bankalarından ellindeki nakit fazlalığı kadar, tarafların anlaştığı fiyat üzerinden kira sertifikasını taahhütlü olarak satın alır. Bu sırada, katılım bankalarının

MKK'da ki kira sertifikaları müşteri hesabına transfer edilir. Bu satın alma esnasında müşteri, aldığı kira sertifikalarını katılım bankasına anlaştığı fiyattan, vade gününde geri satma taahhüdü vermiş olur. Geri satım işlemiyle birlikte vade gününde MKK'da ki katılım bankalarının hesabına kira sertifikaları geri transfer edilir. Müşteri kira sertifikalarının alım ve satım arasındaki fark kadar kâr elde eder.

- iii) Cayma hakkı katılım bankalarına, müşterilere veya her ikisine verilebilir. Cayma hakkına sahip olan taraf/taflar vade gününde cayma hakkını kullanabilir. Bazı danışma kurulu üyeleri hileli satış olması nedeniyle bu tarz yapılara hiç onay vermemekte, bazı üyeler ise cayma hakkının müşteride olması şartıyla onay vermektedir. Cayma hakkının bankada olması durumunda ürünün sınırlı kullanılması şartıyla likidite ihtiyacının karşılanması veya müşteri talebinin görülmesi amacıyla da onay verilebilmektedir.

Cayma hakkı katılım bankasında olduğunda pazar işlerlik kazanabilir. Çünkü katılım bankası zarar etse bile sözleşmeden caymayacağı için piyasa işler hale gelebilir. Ancak cayma hakkının müşteride olması durumunda, müşterilerin işlemlerden vazgeçmesi yani cayma işlemlerinin artması ile bu pazarın oluşmama riski ortaya çıkar. Bu işlemler başlamadan piyasa ölü doğar.

Katılım Bankaları sermaye piyasaları ile ilgili sistemsel altyapılarını tamamladıklarında, danışma kurulları bu ürünün kullanıp kullanılmayacağı ya da kullanılacaksa nasıl kullanılacağı yönünde nihai kararlarını vereceklerdir.

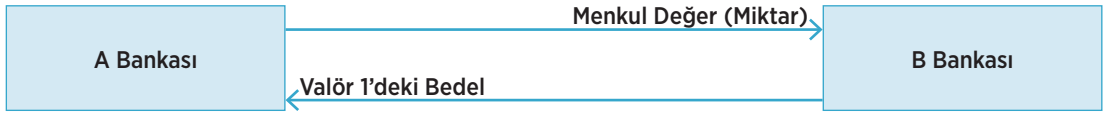
### **2.2.8 Kira Sertifikası Taahhütlü İşlemler Pazarı**

Katılım bankaları, çalışma ilkeleri gereği kısa vadeli fon hareketleri ile ilgili olarak mevcut BİST repo-ters repo piyasasını kullanamadıkları için fon fazlalıklarını Londra'daki emtia borsasında murabaha yöntemi ile değerlendirmektedir. Türkiye Cumhuriyeti Hazinesinin kira sertifikası ihraç etmesi ile katılım bankaları fonlarını yurtiçindeki piyasalarda kısa vadeli olarak değerlendirilmesinin önü açılmıştır. Ancak katılım bankalarının, kira sertifikalarını repo piyasasında olduğu gibi kullanabilmesi için, katılım bankalarının danışma kurulu üyeleri tarafından uygunluk verilen aşağıdaki modelin kullanılması gerekmektedir.



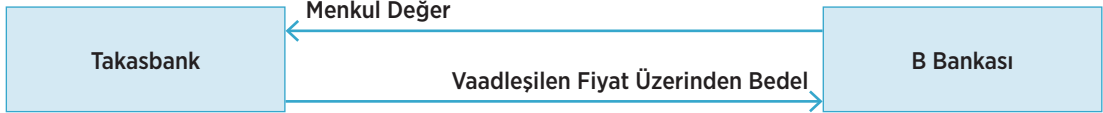
**Kira Sertifikası Alım-Satım Modeli:** Nakit ihtiyacı duyan katılım bankalarının, portföyle-  
rinde ki kira sertifikalarını başka bir bankaya satarak nakit ihtiyaçlarını karşılamaları; nakit  
fazlalıklarını değerlendirmek isteyen katılım bankalarının nakit ihtiyacı duyan bankalardan  
kira sertifikalarını alarak nakit fazlalıklarını değerlendirebileceği model:

### 1. Aşama (Valör 1)



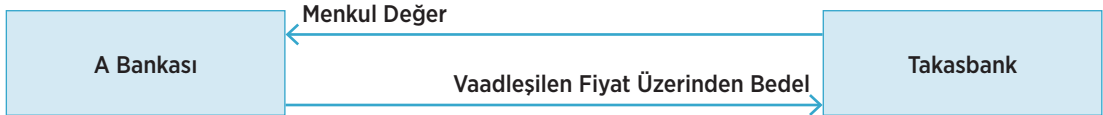
B Bankası, A Bankasından piyasa fiyatı üzerinden belirlenen miktarda kira sertifikası satın alır. Satış işlemi gerçek satış işlemidir. B Bankası aldığı kira sertifikalarının bedelini öder. A Bankası bedelini alarak kira sertifikalarını tevdi eder. İşlemin takası BİST takas esasları çerçevesinde gerçekleşir.

### 2. Aşama (Valör 2)



2. aşamada TAKASBANK, 1. aşamada vaadleşilen piyasa fiyatı üzerinden belirlenen miktardaki kira sertifikasını B Bankasından satın alır; kendi hesabına kaydederek B Bankasına ödeme yapar. (Vaadleşme kira sertifikalarının alım-satım fiyatı üzerinden gerçekleştirilir, oran söz konusu değildir.)

### 3. Aşama (Valör 2)



TAKASBANK, belirlenen miktardaki kira sertifikasını birinci aşamada vaadleşilen piyasa fiyatı üzerinden A Bankasına satar. A Bankasının ödeme yapması üzerine, TAKASBANK ilgili kira sertifikasını A Bankasının hesabına transfer eder.

## (2. ve 3. Aşamada Takasbank'ın her iki tarafa karşı cayma hakkı bulunmaktadır)

**İşleyiş Esasları:** Kira sertifikasını elinde bulunduran ve fon ihtiyacı içinde olan A Bankası, Valör 1 ve Valör 2 arasındaki periyot için Valör 1 ve Valör 2'deki satış ve geri alış fiyat (vaad fiyatı) kotasyonlarını ekranlara girer. A Bankası, B Bankası veya herhangi bir konvansiyonel banka işlem yaparken karşı tarafın kim olduğunu bilmeyecektir. Taraflar birbirlerini işlem gerçekleştikten sonra öğrenirler. Diğer taraftan likidite fazlasını değerlendirmek isteyen ve bu doğrultuda menkul kıymeti satın almaya istekli olan B bankası, Valör 1 ve Valör 2 arasındaki dönem için Valör 1 ve Valör 2'deki alış ve geri satış fiyat kotasyonlarını ekranlara girer.

**Kira Sertifikası Fiyatlaması:** Kira sertifikası fiyatını taraflar kendi aralarında piyasa fiyatına göre belirleyecektir. Taraflar kira sertifikası fiyatı işlemlerinde anlaştığı zaman, BİST işlem hacminin belli bir yüzdesi kadar ilave teminat talep edebilecektir. Bu işlemlere konu olan kira sertifikalarının, işlem yapıldığında kaydi olarak karşı tarafa geçmesi, satım ya da alım işlemlerine göre muhasebe kayıtlarında tutulması işlemin faizsiz finans ilkeleri esaslarına göre yerine getirilmesi gereken hususlardır.

Bu modelde tasarlanan Pazarın altyapısı BİST tarafından 2018 Mart ayında bitirilip açılması planlanmaktadır. Bu modelin hem bankalar hem de katılım bankaları tarafından etkin bir şekilde kullanılabilmesi için piyasada yeteri kadar kira sertifikası ihracı gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Piyasaya sunulacak BİST bünyesindeki bu pazar en çok katılım bankalarının işine yarayacaktır. Katılım bankaları 30 günün altında katılım hesabı açamadıkları için bireylerin ve özellikle kurumların varlıklarını 30 günün altında değerlendirememektedirler. Katılım bankaları, bu Pazar sayesinde oluşturacakları kısa vadeli kira sertifikası fonları veya para piyasası fonları ile nakit varlıklarını değerlendirmek isteyen müşterilere yepyeni bir ürün sunmuş olacaklardır. Böylece katılım bankaları hem hiç çalışmadığı müşterileri kendilerine çekebilecek hem de bankacılık ve sermaye piyasalarında payını arttırma yönünde büyük bir adım atmış olacaktır. Örneğin; günlük cirosu bir milyon TL olan firmalar mevcut nakit akışlarından dolayı ellerinde kalan yüksek tutarlardaki nakdi değerlendirmek isteyeceklerdir. Gelen ve giden para hareketlerinden dolayı 30 gün üzeri mevduat yapmaları zor gözüktüğü için ticari bankalarda ya gecelik mevduat yaparak ya da likit fon olarak değerlendirmektedirler. Böylece ellerinde ki nakitleri gecelik repo oranı bazında değerlendirerek belli miktarda getiri elde edebilmektedirler. Firmanın bir milyon TL'sini bir yıllık repo getiri oranından (2015 Ocak itibari ile %7,5) değerlendirdiğini düşünürsek, yıllık 75.000 TL gibi yüksek bir getiri elde edecektir. Elde edilen bu getiri sayesinde ticaretine konu malı daha ucuza satabilecek, pazarlık gücü kuvvetlenecek rakiplerine göre avantaj sağlayabilecektir. Bu nedenle bu gibi cirosu yüksek firmalar katılım bankaları ile çok az çalışabilmektedirler.

Bu ürünün gelişmesi ile beraber katılım bankalarının kurumsal ve ticari sektörde ki pazar payını artırması muhtemel gözükmemektedir. Beşinci bölümde anlatılan yatırım fonları bu soruna kısmide olsa çare olabilmektedir. Ayrıca gerek bu ürün gereksede yatırım fonları katılım bankalarının en güçlü olduğu ve gelir elde ettiği cari hesapları ciddi şekilde azaltabileceği için olumlu etkinin yanında olumsuz etkide oluşturabilecektir.

Katılım bankalarının 30 günün altında kâr payı vermesi, hem işin özü olan ticaret kurallarına göre zor bir durum oluşturmakta hem de bu işlemin yapılması ve ileride yaygınlaşması ile katılım bankalarını konvansiyonel bankalara daha çok yakınlaştıracaktır. Ancak nihai neticede günlük fonların işletilmesi yüksek enflasyon ortamında kaçınılmaz bir durumdur. Zira para enflasyonist ortamda değer kaybetmektedir. Şirketler ve bireyler bunun önüne geçmek adına varlıklarını değerlendirmeyi talep etmektedirler. Değerlendirilecek tutar yükseldikçe yatırımcıların kârı veya değerlendirmemekten kaynaklı alternatif kaybı daha da yüksek olabilmektedir. Şirketler için bu işlemler kâr unsuru olduğundan otomatikman firmanın ürün fiyatına yansiyacak bir durum olarak ortaya çıkmaktadır. Bu kapsamda ne faizsiz finans ilkeleri doğrultusunda ne de sermaye piyasalarındaki yatırım fonları incelendiğinde günlük değerlendirmeye uyacak bir ürün gözükmemektedir. Yukarıda ki model bu sorunu çözecek ve katılım bankaları danışma kurulları tarafından ortak bir uzlaşuya varılan bir model gibi gözükmemektedir. Sermaye piyasalarında oluşturulan para piyasaları fonunun, diğer adıyla kısa vadeli (likit) fonun iki taraflı vadeli tahvil-bono alım-satımına dayanması ve bu iki taraf arasında cayma hakkının bulunmaması nedeni ile danışma kurulu üyeleri tarafından onaylanmayan ürünlerdir.

### **2.2.9 Uluslararası İslami Likidite Yönetimi Kuruluşu (IILM)**

Uluslararası İslami Likidite Yönetimi Kuruluşu (The International Islamic Liquidity Management Corporation, IILM) faizsiz esaslara göre faaliyet gösteren bankaların likidite yönetimlerinin kolaylaştırılması ve bu doğrultuda yeni finansal araçların oluşturulması amacıyla kurulmuştur. TCMB, 25 Ekim 2010 tarihinde IILM Kuruluş Anlaşması'nı imzalayarak IILM'e hissedar olmuştur. IILM'in diğer hissedarları ise Malezya, Endonezya, Lüksemburg, Nijerya, Birleşik Arap Emirlikleri, Kuveyt, Katar ve Mauritius Merkez Bankaları ile İslam Kalkınma Bankasıdır.

IILM'nin sukuk ihraçları ile orta ve uzun vadede finansal istikrar açısından oluşabilecek risklerden kaçınmak için faizsiz finansal kuruluşların likidite yönetimi kolaylaştırılarak var olan finansal sisteme entegrasyonlarının sağlanması, diğer faizsiz finansal ürünlerin etkin fiyatlanması için risksiz bir göstergenin oluşturulması ve finansal piyasaların derinliğinin artırılması amaçlanmaktadır. Bu çerçevede, IILM'nin sukuk ihraç programı kapsamında sürekli olarak ihraç edeceği finansal araçların bankalararası borçlanma işlemlerinde teminat olarak kabul edilmesi, finansal kuruluşlar tarafından ikincil piyasalarda alınıp satılması, Merkez Bankalarınca sağlanan kısa vadeli finansmanda teminat olarak kullanılması ve Merkez Bankaları rezerv yatırım araçları arasına kabul edilmesi beklenmektedir.<sup>20</sup> IILM sukuku kısa vadeli (bir yıla kadar), yüksek kalitede kredi notuna (S&P:A1) sahip olarak ve ABD doları cinsinden ihraç edilmektedir. Bu yönüyle kamu varlıklarına dayalı olarak ihraç edilen, kısa vadeli ve yüksek nota sahip tek sukuk olma özelliğini taşımaktadır.

### **IILM'nin Faydaları**

- i) Finansal sıkışıklık dönemlerinde İslami finansal kuruluşların likidite yönetimini kolaylaştırmak,
- ii) İslami bankalararası piyasaların bölgesel ve küresel olarak entegrasyonunu teşvik etmek,
- iii) İslami finansal kuruluşların geleneksel bankalar karşısında rekabet güçlerini dengelemek,
- iv) Düzenli ihraçlarla, diğer İslami finansal ürünlerin etkin fiyatlanması için risksiz bir gösterge oluşturmak,
- v) Yerel İslami bankalar arası piyasaların gelişmesine yardım etmek.

**IILM Sukuk ihraçları:** IILM, üç ay vadeli 490 milyon ABD doları değerindeki ilk sukuk ihracını 2013 yılı Ağustos ayında, yine üç ay vadeli 860 milyon ABD doları değerindeki ikinci sukuk ihracını ise 2014 yılı Ocak ayında gerçekleştirmiştir. 490 milyon USD değerindeki birinci sukuk, 2013 yılı Kasım ve 2014 yılı Şubat aylarında başarıyla yenilenmiştir.

---

<sup>20</sup> TCMB, IILM Sunumu, 2014

**Tablo 2.4: İhraçlara katılan piyasa yapıcı bankalar**

<b>İhraç Tarihi</b>	<b>Piyasa Yapıcı Bankalar</b>
26 Ağustos 2013	1. Standard Chartered Bank 2. Kuwait Finance House 3. KBL Private Bankers 4. Al Baraka Türk 5. National Bank of Abu Dhabi 6. Qatar National Bank 7. Malayan Bank Berhad (Maybank)
26 Kasım 2013	1. Standard Chartered Bank 2. Kuwait Finance House
20 Ocak 2014	3. KBL Private Bankers 4. Al Baraka Türk
25 Şubat 2014	5. National Bank of Abu Dhabi 6. Qatar National Bank 7. Abu Dhabi İslamic Bank 8. Maybank İslamic Berhad 9. CIMB İslamic Bank Berhad

İslami bankaların likidite yönetimini kolay şekilde yapabilmeleri için bu tür finansal araçlara çok fazla ihtiyaç vardır. Ancak bu organizasyon uluslararası alanda çok sayıda İslami bankaya hizmet verdiği için, ihraç edilen sukukların talebi karşılması zor gözükmemektedir. Ayrıca bir diğer önemli faktör, ihraç edilen sukukların USD döviz bazlı olması nedeniyle İslami bankaların ihtiyaç duyduğu yerel para cinsinden likit varlıkların bu sistem ile üretilmemesidir. İslami bankaların asıl olarak yaşadığı en önemli sorunlardan biri olan yerel para cinsinden likit finansal araçların Malezya haricinde diğer pazarlarda hemen hemen gelişmediği söylenebilir. Malezya’da İslami bankaların likidite sorununu çözmek amacı ile kullanılan ve palm yağı maddesi üzerine dayalı mal murabahası yöntemi gerek Ortadoğu gerekse de Türkiye’de kabul görece bir yapı olarak gözükmemektedir. Bu yöntemin kabul görmeyecek olmasının nedeni ise, Malezya’daki yapının “*Beyü’l-İyne*” yani hileli satış olarak adlandırılan bir yapıya dayandırılmasıdır. Bu ürün kısaca tanımlarsak; organize bir piyasada platin üzerinden değil, yerel üretimi ve depolaması kolay olan palm yağı üzerinden iki tarafın bir araya gelerek ürünü peşin alıp, belli gün sonra belli bir fiyattan genellikle piyasa

oranı üzerinden geri satma vaadi vermesidir. İki tarafın bu tür işlemleri yapması mevcut piyasa uygulamasında danışma kurulları uygun görmemektedir. İkili yapı Türk ve Ortadoğu piyasasında kabul görmediği için bu tarz katılım bankacılığı işini ve yönetimini kolaylaştıran ürün yerine yukarıda anlatılan Takasbank modeli geliştirilmiştir.

### 2.2.10 Vekâlet (Wakala)

Vekâle terimi, “vekâlet vermek, atamak” anlamına gelen “v-k-l” köklerinden gelmektedir (ingilizcede wakala olarak adlandırılmıştır). Bir tarafın, diğer tarafı vekil atamasıyla gerçekleşen bir yetki ve kısmen sorumluluk devridir. Atayan tarafa müvekkil, atanan tarafa ise vekil denir. Müvekkilden vekile yatırım yapması için likidite akışı olur. Yapılan anlaşmada, müvekkil belirlenmiş bir periyod sonunda, beklenen kâr payı oranında yatırıma söz konusu olan tutar üzerinden getiri alma beklentisi içindedir. Vekâlet'i İslami Finans'a uygun hale getiren en önemli özelliği de budur; getiri oranının garanti olmamasıdır. Anlaşmada, beklenen ve gerçekleşen olmak üzere iki çeşit getiri oranından bahsedilir.

Beklenen ve gerçekleşen getiri oranlarının durumuna göre, kâr payı oranı aşağıdaki gibi hesaplanır<sup>21</sup>:

BKP: Beklenen Kâr Payı

GKP: Gerçekleşen Kâr Payı

- $BKP < GKP$  ise kâr payı oranı BKP'dir.
- $BKP > GKP$  ise kâr payı oranı GKP'dir.
- $BKP = GKP$  ise kâr payı oranı BKP ya da GKP'dir.
- $GKP < 0$  durumunda, negatif kâr payı oranı uygulanmaktadır.

<sup>21</sup> Kaynak: Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş., Ürün Onay Formları, 2014

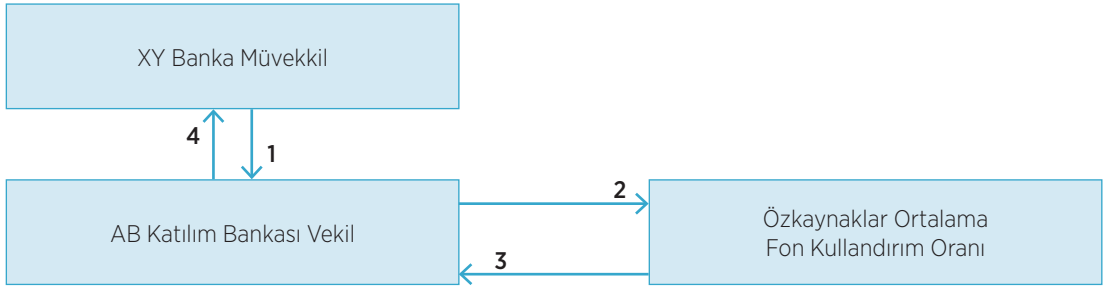
Örnek İşlem:

- Yatırılacak Tutar: 100.000
- Valör Tarihi: 1 Ocak
- Vade Tarihi: 31 Ocak
- Periyod: 31 gün
- Beklenen Kâr Payı Oranı: %5
- Gerçekleşen Kâr Payı Oranı: %5
- Vekil Masrafı: 100

Vekil Masrafı, vade tarihinde ödenmektedir.

$$\begin{aligned} \text{Vade tarihinde ödenecek tutar} &= \text{Yatırılacak Tutar} + (\text{Yatırılacak} \\ &\quad \text{Tutar} * \text{BKP} * (\text{Periyod} / 360) - \text{Vekil Masrafı}) \\ &= 100.000 + (100.000 * \%5 * (31 / 360)) - 100 \\ &= 100.330,56 \end{aligned}$$

### Şekil 2.23: Vekâlet (Wakala) ürünün şekilsel gösterimi



- 1- XY Bankası, AB Katılım Bankası ile Vekâlet Sözleşmesi imzalar.
- 2- AB Katılım Bankası azami oran olarak ortalama fon kullandırım oranını teklif edebilir.
- 3- Vade sonunda dağıtılacak kâr payı oranı belli olur. Örneğin; gerçekleşen kâr payı, beklenen kâr payı oranından düşükse gerçekleşen oran kadar kâr payı ödemesi olur.
- 4- Vade sonunda, “vekil masrafı” düşülerek kâr payı ödemesi gerçekleşir.

Kaynak: Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş., Ürün Onay Formları, 2014

Vekâlet, likidite fazlasının yönetilmesi için kullanılan ve katılım bankalarının hazine birimleri için temel ve alternatif bir üründür. Müvekkil için kısa veya uzun vadeli finansal planlama imkânı sunmaktadır (genellikle kısa vadeli). Bankalararası işlemlerde, varlık yönetiminde, yatırım fonlarında ve sendikasyon işlemlerinde kullanılan ürün çeşididir. Ortadoğu’da özellikle bankalar arası borçlanmalarda çok yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. Türkiye’de katılım bankaları bu ürünü sadece yurtdışı bankalar ile bankalararası işlemlerde kullanabilmektedirler. Katılım bankalarının ülke içinde bu ürünü kullanabilmesi için katılım bankaları mevzuatının değişmesi ve her katılım bankasının bununla ilgili kendi sistemsel altyapısını

kurması gerekmektedir. Zira vekâlet havuzları; murabaha için kullanılan katılım hesabı havuzları ve bu havuzlara mukabil gelen kredilerinden ayrı olarak farklı hesaplarda takip edilmelidir. Kâr veya zarar, kullanılan ürünün kâr ya da zararına göre müşterilerin hesaplarına yansıtılmalıdır. Bire bir fon kullandırım ve fon toplama eşleştirmesi yapılarak da bu ürün kullanılabilir. Vekâlet yolu ile alınan fon sadece sayılı müşteriye fon kullandırım olarakta kullanılabilir. Vekâlet'in bireysel müşteriye kadar inerek çok yaygınlaşması ve müşterilere ödenen kâr paylarının önceden belirlenen bir oran üzerinden ödemelerin yapılması, katılım bankacılığını işlevsel açıdan ticari bankacılığa yakınlaştırabilir. Çünkü ticari bankalarda önceden belirlenen bir oran üzerinden getiri garanti etmektedir. Ancak belli başlı büyük müşterilerde veya bankalar arasında uygulanması halinde katılım bankacılığının likidite veya fon yönetimi gibi bazı problemleri çözmekte kullanılacak makro ölçekli bir çözüm olabilir.

Vekâlet hem fon toplama hem de fon kullandırım işlemi olarak görülebilir. Zira parayı veren taraf için kredi veya yatırım, parayı alan taraf için ise fon toplama olmaktadır. Türkiye'de vekâlet ürünü fon toplama olarak mevzuattan onay alınmadığından, müşterilerinden fon toplama ile katılma hesapları oluşturulamamaktadır. Ancak müşteri bazlı olarak bazı katılım bankaları bu ürünü kullanmayı tercih etmekte ve çok kısmi ölçeklide olsa kullanmaktadır. Katılım bankalarının yurtdışından aldığı vekâlet ürünü katılım bankaları muhasebesinde kredi olarak kaydedilmektedir.

Vekâlet işlemi yapılırken, taraflar arasında imzalanacak sözleşmede aşağıdaki bazı önemli hususlara değinilmelidir. Bu noktalarda danışma kurulu üyeleri olumlu görüşler vermektedir.

- Vekâlet sözleşmesi süreli veya süresiz olarak yapılabilir.
- Vekâlet sözleşmesinde aksi bir hüküm yoksa vekil, kasıt, ihmal, hata veya sözleşme maddelerine uymama gibi durumlar nedeniyle vermiş olduğu zararlardan dolayı sorumlu tutulabilir. Bu işlemler sonucunda bir kâr oluşmuşsa, oluşan kâr tümüyle müvekkile aittir.
- Anapara ve getiri garanti edilen sözleşmeler dolayısıyla işlemler geçersizdir.
- Sigorta, bakım-onarım ve vergi gibi vekâlet yatırımlarını ilgilendiren faaliyetler ilgili yükümlülükler müvekkile aittir.
- Taraflar vekâlet için ücret belirleyebilir. Ücret maktu olabileceği gibi bir oranda bağlanabilir.



## 3. DÖVİZ PİYASALARI

---

### 3.1 GENEL TANIMLAR

Yabancı paraların alınıp satıldığı ya da bir ulusal paranın başka bir ulusal paraya dönüştürülmesine olanak veren kurumsal yapılardır. Bir başka deyişle, döviz arz ve talebinin karşılaştığı piyasaya döviz piyasası denir. Döviz piyasaları, satın alma gücü arabulucusu, kredi kolaylıkları ve riskten korunma işlevlerini sağlamaktadır.

Döviz Piyasalarının Özellikleri

- i) Döviz piyasaları alıcı ve satıcıların doğrudan karşılaştıkları piyasalar değildir.
- ii) Döviz piyasaları belirli bir borsa biçiminde örgütlenmiş piyasalar değildir.
- iii) Döviz piyasalarının yapıcılığını büyük bankalar üstlenmişlerdir.
- iv) Döviz piyasalarında müşterilerin ihtiyaçlarına göre sözleşme yapılabilmektedir.
- v) Döviz piyasaları evrensel nitelikteki piyasalardır.
- vi) Döviz piyasaları yeryüzünde hiç kapanmayan bir piyasa durumundadır.
- vii) Döviz piyasaları tam rekabet piyasalarına oldukça yakın piyasalardır.

### Döviz Piyasaları Kullanıcıları

- a) Bankalar ve Banka Dışı İşlemciler
- b) Dış Ticaret ve Dış Yatırım İşlemleri Yapan Kişiler ve Firmalar
- c) Spekülatörler ve Arbitrajcılar
- d) Merkez Bankaları ve Hazine
- e) Döviz Brokerleri
- f) Gelirlerini Enflasyona Karşı Korumaya Çalışan İşlemciler

**İnterbank Piyasası/Toptan Piyasa:** Döviz pozisyonlarını denkleştirmek için bankaların kendi aralarında yaptıkları işlemlerden oluşur. Buna, bankalar arası döviz piyasası veya döviz interbankı adı verilir. Bankanın satın aldığı döviz miktarı satış tutarından fazla ise döviz rezervlerinde bir artış olur. Bu duruma bankanın ilgili yabancı para üzerinde fazla (uzun) pozisyon alması denir. Banka aynı para üzerinden satın aldığından daha fazla döviz satışında bulunmuş ise buna da eksik (kısa) pozisyon adı verilir.

**Müşteriler Piyasası/Perakende Piyasa:** Bankalar ve döviz ticareti yapan banka dışı mali kurumlar ile müşteriler arasındaki işlemlerden oluşur.

Katılım bankalarında hazine birimi altında konumlandırılmış döviz piyasaları birimi aşağıdaki işlemleri gerçekleştirir:

- i) Döviz ve emtia riskini yönetir.
- ii) Bankanın döviz pozisyonunun belirlenen risk limitleri içinde bulunmasını sağlar.
- iii) Diğer bankalarla döviz, altın ve diğer kıymetli maden alım-satım işlemlerini yapar.
- iv) Müşterilere sunulan döviz ve emtia (altın, gümüş) fiyatlarını/kâr marjını belirler.
- v) Arbitraj ve pozisyon olarak kâr elde etmeye çalışır.

Yukarıda yapılan işlemlerden anlaşılacağı gibi katılım bankaları türev ürünler haricinde spota dayalı olarak yapılan döviz işlemlerini gerçekleştirmektedirler. Bunun nedeni ise bu işlemlerin fıkhi açıdan hiçbir sorun teşkil etmemesidir. Bu açıdan katılım bankaları spot döviz piyasalarında çok aktif görev alabilmektedirler. Ancak türev ürün piyasalarının hem tezgahüstü piyasalarında hem de organize piyasalarında fıkhi nedenlerden dolayı forward ürünü haricinde hemen hemen hiç işlem yapılmamaktadır. Forward işlemi ise sınırlı olmak kaydı ile belli başlı müşteriler ve bankalar arasında gerçekleştirilmektedir. Katılım bankaları swap işlemini ise 2.2.3 Swap İşlemleri başlıklı bölümde anlatılan kapsam çerçevesinde yapmaktadır. Swap ürününün detayına girildiğinde iki farklı işlem söz konusudur. Birinci işlem

spot satış, ikinci işlem forward işlemidir. Bu iki işlem ayrı yapılmak ve ayrı sözleşmelerde düzenlenmek kaydı ile swap ürünü, bankalar arasında ve belli başlı kurumsal müşterilerde kullanılan bir üründür.

## 3.2 DÖVİZ PİYASALARI ÜRÜNLERİ

- a) Spot FX
- b) Forward
- c) Foreks Piyasaları
- d) Kıymetli Madenler
- e) Platformlar (Elektronik İşlem Kanalları)

### 3.2.1 Spot Döviz Piyasaları

Spot döviz piyasaları alınan ya da satılan dövizin ve karşılığında ödenecek olan ulusal paranın derhal teslim edildiği piyasalardır. Para ve Döviz piyasaları, dünya coğrafyasının zaman dilimine göre işlemler yapıldığından, işlem tarihiyle teslim tarihi farklıdır. Döviz ticareti fiziki değil, muhabir hesaplar üzerinden olur. Teslimatlar ise genellikle işlem gününden iki gün sonradır.

- **Döviz kuru:** En genel ifadesiyle, yabancı paraların fiyatına döviz kuru veya döviz fiyatı denir. Bir başka deyişle, döviz kuru, bir ulusal para ile yabancı para arasındaki değişim oranıdır.
- **Dolaysız kotasyon:** Döviz kurunun yabancı para birimi başına ulusal para miktarı 3,55 TL/dolar 1 dolar = 3,55 TL (Avrupa Yöntemi), Türkiye’de bu yöntem uygulanır.
- **Dolaylı kotasyon:** Döviz kuru, bir birim ulusal para karşılığı olan yabancı para miktarı biçiminde de ifade edilebilir. 3,5 TL/dolar = TL başına 1/3,5 dolar (Amerikan yöntemi)
- **Çapraz kur:** Yurtiçi piyasalarda yerli para içermeyen gösterimlere denir. Euro/\$ = 1,06
- Döviz kurları, döviz alış kuru (bid rate) ve döviz satış kuru (ask rate) olarak ayrı ayrı belirlenir. Alış kuru, satış kurundan daha düşük olur ve aradaki fark işlem giderleriyle bankanın kârını kapsar.
- Alış ve satış fiyatları arasındaki farka, kur marjı (spread) adı verilir. Kur marjının, piyasadaki oranlarla karşılaştırılabilmesi için yıllık ve yüzde olarak ifade edilmesi gerekir.
- İngilizce bir kelime olan pip (çoğulu pips) teknik olarak 1/10.000 yani “10.000’de 1”dir. Yüzde olarak %0,01, virgülden sonra dördüncü hane pip / pips’tir.
- Virgülden sonraki beşinci haneye ise “fractional pips” denir yani küsuratlı pips’ler;  
1 \$ = 3,8367 TL

**Baz ve karşıt döviz (base currency and pair currency):** Bir döviz çiftinde bir döviz daima baskındır. Bu, baz döviz olarak adlandırılır. Baz döviz, bir döviz çiftindeki birinci döviz olarak tanımlanır. Aynı zamanda, bir döviz çiftinin fiyatını belirlerken sabit kalan dövizdir.

Euro, diğer tüm küresel dövizler karşısında baskın olan baz dövizdir. EUR/USD, EUR/GBP, EUR/CHF, EUR/JPY, EUR/CAD, vs. İngiliz Sterlini, döviz baskınlığı konusunda hiyerarşide ikinci sırada yer alır. USD bir sonraki baskın baz dövizdir.

Döviz üzerinden bir ticaret işlemi yapılırken değiş tokuş edilen (ulusal veya gerçek) dövizlerin değerlerini belirlediği için baz dövizini bilmek önemlidir. Karşıt döviz, bir döviz çifti formülündeki ikinci dövizdir.

### **Kur Marjını Etkileyen Faktörler**

- i) İşlem hacmi,
- ii) Döviz piyasasının istikrarlı olup olmadığı,
- iii) Efektif kurlarda marj dövize göre daha geniştir,
- iv) Bankaların kendi aralarındaki işlemlerde uyguladıkları kur ile bireysel müşterilerine uyguladıkları kurlar farklıdır,
- v) Kurumların mali pozisyonları,
- vi) Döviz piyasalarının dağınıklığı.

Piyasada kullanılan kur tanımı nominal döviz kurudur. Yani, yabancı para biriminin ulusal para ile ifade edilen karşılığıdır (veya tersi). Nominal kurların belirli bir zaman süresi içindeki dış enflasyon oranı ile yurt içi enflasyon oranına göre düzeltilmesinden elde edilen kura reel kur adı verilir.

R, reel kur

e, nominal kur

P\*, dış enflasyon oranı

P, yurt içi enflasyon oranı, olmak üzere reel kur hesabı şöyle yapılır:

$$R = \frac{e P^*}{P}$$

**Döviz Piyasasında Arbitraj:** Arbitraj, genel olarak döviz, menkul değer, ticari mal veya üretim faktörü gibi bir ekonomik varlığın aynı andaki fiyat farklılıklarından kâr sağlamak üzere eşanlı olarak alınıp satıldığı işlemlerdir.

- i) Dövizin aynı anda değişik piyasalardaki kur farklılıklarından kazanç elde edilmesidir.
- ii) Parayı ucuz olduğu piyasadan alıp pahalı olduğu piyasada satarak kâr elde edilebilir; yer arbitrajı (coğrafi arbitraj-iki noktalı arbitraj)
- iii) İki döviz kurunun içerdiği kur, yani çapraz döviz kurları üzerinden yapılan arbitraja ise üçlü arbitraj (üç noktalı arbitraj) adı verilir.
- iv) Kur marjlarının olduğu, yani alış ve satış marjlarının sıfırdan farklı olduğu bir ortamdaki arbitraja ise alış ve satış marjları ile arbitraj denir.

Döviz piyasaları için kullanılan yukarıdaki terim ve ifadeler fıkhi açıdan sıkıntı ya da tartışmaya yol açacak durum teşkil etmediği için katılım bankaları da bu piyasalar için aynı terim ve ifadeleri kullanmaktadır. Spot piyasalarda katılım bankacılığı için esas olan unsur, işleme konu emtia ya da dövizin aynı anda alınıp satılmasıdır. İşleme konu döviz veya mal satıldığında paranın ve malın aynı anda fiziki karşılığı olması kaydı ile fiziki veya kaydi teslimata tabi olması gerekmektedir. Farklı döviz üzerine alış veriş işlemleri İslamiyet'in ilk yıllarında da olmuştur ve İslamiyet'in ilk yıllarında yaşayan tüccarlar devaleri dinar karşılığında alıp dirhem üzerinden satıyorlar veya dinar karşılığında satıp dirhem üzerinden alım işlemlerini gerçekleştirmişlerdir. Bu tür işlemde Hz. Peygamber (as) şöyle buyurdular : " Günün fiyatı (kur) üzerinden alınan ve aranızda birşey kalmamak üzere ayrılmaz (iş bitirmeniz) şartıyla sakıncası yoktur"<sup>1</sup>.

Ayrıca bu piyasada yapılan spot işlemler manipülasyon amaçlı olarak hiçbir şekilde alım-satım konu edilmemelidir. Bu şartlar sağlandığında spot piyasada katılım bankaları hemen hemen her türlü işlemi gerçekleştirebilirler. Spot kurda alım-satım arasındaki marj, bankanın kendi belirleyebileceği alım-satım marjı olabilmektedir. Buradaki marj çok yüksek olduğunda, piyasada işlem yapamama olasılığı çok yüksek olacaktır. Marj çok düşük olduğunda ise müşteriden gelecek talep çok fazla olabileceğinden, gelen talebin karşılanamaması veya iyi hizmet verilememesi gibi nedenlerden dolayı, marj genellikle piyasa şartlarına göre belirlenebilmektedir. Bu piyasalardaki asıl farklılık türev ürünlerde ortaya çıkmaktadır.

<sup>1</sup> Konu ile ilgili çeşitli hadisler; Buhari, Buyu, 54,77, 78, 81 ; Müslim, Müsakat, 78,81; Tirmizi, Buyu 23.

### 3.2.2 Forward

Forward, ileri bir tarihte teslimi söz konusu olacak herhangi bir malın, paranın vadesi, fiyatı ve miktarı bugünden belirlenerek sözleşmeye bağlandığı işlemlerdir. Forward, fiyat dalgalanmalarına karşı korunma tekniği olarak da tanımlanabilir. Forward sözleşmelerinde tarafları alıcılar ve satıcılar oluşturur. Taraflar, anlaşma tarihinde miktar, fiyat ve para değişim tarihi (vade) konusunda mutabık kalırlar.

Avantajları ;

- i) Kur riskinin kontrol edilmesini sağlar.
- ii) İthalat ya da ihracat, vadeli ödeme veya tahsilat durumunda kur değerinin daha önce belirlenmesi sayesinde kurdaki dalgalanmaların olumsuz etkisinden korunur. Dalgalı kur sisteminin getirdiği kur belirsizliğini ortadan kaldırmış olur.
- iii) Nakit girişi ve kârlılık oranında beklenmedik ama aldatıcı dalgalanmaları önler.

Vadeli teslim işlerinin ayırıcı özelliği, döviz alım veya satım sözleşmesinin bugünden yapılması, dövizin tesliminin ve karşılığı olan paranın ise anlaşmada kararlaştırılan fiyattan, ilerideki bir tarihte gerçekleştirilmesidir. Vadeli teslim işlerine uygulanan kurlara “vadeli teslim kuru” denir. Vadeli kurlar genellikle anında (spot) kurlarla karşılaştırmalı olarak ifade edilir. Eğer vadeli teslim kuru anında (spot) teslim kurundan yüksekse, aradaki farka vadeli teslim prim adı verilir. Tersine, vadeli kurun anında teslim kurundan düşük olması durumdaki negatif farka da vadeli kur iskontosu denir. Üçüncü bir olasılık da her iki kurun birbirine eşit olmasıdır ki bu durumda da düz kurlardan bahsedilir. Vadeli kurlarla anında kurlar arasındaki fark, yani vadeli prim veya iskonto, faiz parite teorisine göre, ilgili ülkelerin faiz oranları farkına eşittir. Bu teoriye göre kısaca, faiz oranı yüksek ülkenin ulusal parası, faiz oranı düşük olan ülkenin parası karşısında bu farkın tutarı kadar iskonto yapar; faiz oranı göreceli düşük olan ülkenin parası ise tersine, o ölçüde primlidir.

Piyasalarda faiz oranını büyük ölçüde enflasyon oranı üzerine ülke riski faktörü eklenerek belirlendiği için, enflasyonun faiz oranını belirlemede etkisi çok büyüktür. Faiz oranı, paranın değer kaybetmesine neden olan enflasyon ile birebir doğrusal yönde hareket eder.

### Örnek: Forward

- i) Elma Ltd. Şti. 400.000 TL maliyeti olan bir malı, iki aylık akreditifle 100.000 € karşılığı ihraç ediyor. Firma maliyetlerinin TL olması sebebiyle kârını TL'de sabitlemek istiyor. Bu sebeple iki ay vadeli 100,000 € tutarında Euro/TL forward işlemi yapıyor.

Forward kuru = 4,22 100.000 X 4,22 = 422.000 TL

- ii) Bu durumda firma iki ay vadeli akreditif karşılığı alacağı 100.000 €'yu getirip bankadan 422.000 TL'yi teslim alır. Bu şekilde ihracatçı firma 400.000 TL maliyeti olan bu satış işleminden kârını TL üzerinden sabitlemiş olur.
- iii) Firma, piyasadaki döviz dalgalanmalarından etkilenmeyecek; kurun yükselmesi veya düşmesi müşteriye etkilemeyecektir. Forward işlemi yapılarak olası kâr ya da zararın önüne geçilmiş olur (işlem hedge edilmiş olur).

Katılım bankalarında forward işlemleri ve hesaplamaları yukarıdaki şartlar dahilinde yapılabilmektedir. Bu işlemlerde katılım bankaları, ticari bankalardan iki önemli noktada farklılaşmaktadır. İlk fark; katılım bankaları forward işlemi yaparken taraflardan birinin serbestlik hakkına sahip olması yani sözleşmeden/işlemden dönme hakkına sahip olması gerekmektedir. Cayma yani sözleşmeden dönme hakkının da taraflar arasında imzalanan sözleşmeye derç edilmelidir. Peki, burada serbestlik hakkı kime verilmektedir? Bu hak taraflar arasında baskın olan tarafa verilebilmektedir. Örneğin katılım bankaları müşterileri ile bu işlemi yaptıklarında serbestlik hakkı kendilerinde; bankalar ya da devlet kuruluşları gibi kurumlar ile yaptıklarında ise serbestlik hakkı genellikle karşı tarafta bulunmaktadır. İkinci önemli fark ise, katılım bankalarının forward işlemi genellikle ihtiyacı olan kurumsal firmalar ile yapmayı tercih etmesi, bireysel müşteriler ile ya da çok fazla spekülasyon amaçlı işlem yapan müşteriler ile forward işlemi yapmamakta ya da yapmaktan imtina etmektedir.

Bu nedenle katılım bankaları her türlü emtia veya para birimine dayalı türev ürünler piyasalarında işlem yapmamaktadır. Forward ve swap (spot döviz alış vadeli döviz satış) ürününde cayma hakkı (tek taraflı serbestlik, işlemden vazgeçme hakkı) söz konusu olması hasebi ile bu tarz ürünlerin organize piyasalarda işlemeyeceği öngörülmektedir. Bu nedendir ki katılım bankaları organize piyasalarda işlem gören bu tarz ürünler ile işlem yapamadığından bu piyasalarda yer almamaktadırlar.

### 3.2.3 Foreks Piyasaları

**Foreks - Kaldıraçlı Alım-Satım İşlemleri:** İngilizce “Foreign Exchange” ifadesinin kısaltılmış şekli olan “Forex” döviz değişimini ifade eder. Esas itibariyle foreks, bir ülkenin para birimi karşılığında başka bir ülke parasının alımı ya da satımı olarak tanımlanmaktadır. Foreks, yani döviz alım-satım işlemleri ticari, yatırım, riskten korunma ya da spekülasyon amaçlarla dövize duyulan ihtiyaçtan dolayı yıllardır uluslararası kambiyo piyasalarında gerçekleştirilmektedir. En basit ifadesiyle, 1 ABD Doları = 3,50 TL kurundan 350 TL karşılığı 100 ABD Doları alınması bir foreks işlemidir. Son yıllarda geleneksel kullanımından farklı bir şekilde yatırım amaçlı yapılan döviz işlemleri tüm dünyaya yayılmış ve yatırımcılar tarafından büyük rağbet görmüştür. Foreks olarak adlandırılan bu işlemlerde iki ülke parasının birbirine ya da petrol, altın gibi emtia ve kıymetli madenlerin bir ülke parasına göre değeri alım-satımına konu olmaktadır ve yatırımcılara yatırdıkları teminatın belirli bir katına kadar işlem yapma olanağı verilmektedir. Kaldıraç oranı olarak adlandırılan bu oran, bazen 1’e 50, 1’e 100 ve hatta 1’e 400'lere kadar ulaşabilmektedir.

**Kaldıraç Oranı:** Bunu bir örnekle açıklamak gerekirse; kaldıraçın söz konusu olmadığı bir işlemde 1 ABD Doları=1,70 TL ise, elinizdeki 100 TL ile yaklaşık olarak 67 dolar alırsınız. Dolardan kâr elde etme düşüncesiyle bu işlemi yaparsanız, beklentiniz doların TL karşısındaki değer kazanmasıdır. Dolar kuru 1,70 olursa, o zaman elinizdeki 67 dolarla  $67 \times 1,70 = 114$  TL almanız mümkün hale gelir. Yani 14 TL kâr elde etmiş olursunuz. Kaldıraçın varlığı halinde ise; 1’e 100 kaldıraç oranıyla foreks işlemi yaptıran firma yatırımcısına şöyle bir teklifte bulunur: 1.000 TL karşılığında firma yatırımcıya 100.000 TL’lik işlem yaptıracağını ve döviz satacağını söyler. Ama döviz banknot olarak vermeyecektir. İşlem yapılan kur üzerinde meydana gelen değişiklikler neticesinde bir kâr oluşursa o kârı yatırımcıya ödeyecektir. Yani yatırımcı 100.000 TL karşılığında 1 ABD Doları=1,50 TL’den 66.667 dolar almış gibi olacak. Kur 1,70 olursa o zaman yatırımcı, 66.667 Dolar karşılığında 113.334 TL alacak. Yani, müşteri 1.000 TL’lik teminatla 113.334 TL kâr elde etmiş olacaktır.



Foreks işlemlerini tüm dünyada cazip kılan da, yukarıda açıklandığı üzere, az miktardaki yatırımla yüksek kâr elde etme ihtimalidir. Birçok yatırımcı, kâr elde edebilse de, gerçeğe aykırı reklam, ilan ve duyurulardan etkilenecek, ellerindeki sınırlı tasarrufları bu alana yönlendiren birçok yatırımcı ya da oyuncu kitlesi de kâr elde edemedikleri gibi, tasarruflarını tümüyle kaybedebilmektedirler. Çünkü kurların, yatırımcıların beklentilerinin aksine hareket etmesi durumunda, büyük zararlarla karşılaşılması kaçınılmazdır.

Yukarıda yer verdiğimiz örnekten hareket edersek, 1.000 TL teminat yatırarak, 1'e 100 kaldıraç oranıyla, 1 ABD Doları =1,50 TL'den yapılan 100.000 TL'lik bir dolar alım işleminde, kurun 1,40 seviyesine düşmesi durumunda, 6.667 TL zararla karşılaşılacaktır. Kurdaki düşüşün birden değil de, kademeli düştüğünü göz önünde bulundurursak, yatırımcının pozisyonu kur 1,40'a dahi ulaşmadan 1.000 TL'lik teminatının tükendiği seviyede kapatılacak, yatırımcı yatırımının tümünü kaybedecektir. Mevcut pozisyonun devam edebilmesi için yatırımcı/oyuncu ilave teminat yatırmalıdır. Bu teminat yatırımcının zararına karşı foreks firmasını koruyacak tutardır. Döviz piyasasının, dünya üzerindeki birçok gelişmeden etkilendiği ve fiyatların değişkenliğinin oldukça yüksek olduğu göz önüne alındığında, kurların yatırımcıların beklentilerinin aksi yönde değişmesi ve yatırımcıların bu piyasalarda para kaybetmesi sıklıkla yaşanan bir durumdur.

### **Foreks Piyasalarının Genel Özellikleri**

- i) Dünyadaki en derin ve en çok işlem hacmine sahip piyasalardır.
- ii) Haftanın 5 günü kesintisiz 24 saat işlem yapılabilen piyasalardır.
- iii) Risk düzeyi, çok fazla kazanma ve çok fazla kaybetme ihtimali çok yüksek olan piyasalardır.
- iv) SPK'nın bu piyasaya girişleri lisanslamaya tabi tutması ve kaldıraç oranlarını azaltması ile kısıtlama getirmiştir (1/50). Kısıtlamalar 2016 yılında daha da çok artmıştır.
- v) Dünyada günlük işlem hacmi dört-beş trilyon dolardır. %60'ı Avrupa kıtasında, Londra piyasası yaklaşık iki trilyon dolarlık hacim ile bu alanda liderlik etmektedir.
- vi) Kaldıraç oranı ülkeden ülkeye değişmekte olup 1/100'den çok daha yüksek uygulanan ülkelerde bulunmaktadır.
- vii) Ülkemizde günlük işlem ortalama 5-10 milyar TL arasında olduğu tahmin edilmektedir.

Yukarıdaki işlemler göz önüne alındığında, ortada bir mal olmadan, birebir işlem oluşturulmadan, tamamen beklentiye dayalı olarak, kısa yoldan zengin olma amacıyla kullanılan bu ürün normal piyasa şartları altında değerlendirildiğinde bile birçok tartışmaya yol açmak-

tadır. Piyasaya giren, profesyonel olmayan çok sayıda bireysel ve kurumsal yatırımcıların birçoğu paralarını kaybederek piyasayı terk etmektedir. SPK'nın yeni yasal düzenlemesi ile bu işlemlere aracılık eden şirketlerin, bu işlemlerden dolayı para kaybeden müşteri oranlarını açıklama zorunluluğu getirmiştir. Bu sayede bu işlemlerde kaybın ne kadar çok sık yaşanabileceği ve kaybetme oranının ne kadar yüksek olabileceği vurgusu yapılarak piyasa oyuncularının bilgilendirilmesi ve ihtiyatlı olması sağlanmıştır. Düzenleme öncesi %90'larda olan kaybetme oranı, 2016 yılı son aylarında %65'lere düşmüştür. Tabii bu oranlar piyasa dinamikleri doğrultusunda sürekli değişiklik göstermektedir.

Katılım bankaları bu ürünlerin bir ihtiyaç doğrultusunda olmaması, tamamen spekülasyon ya da manipülasyon amaçlı olarak kullanılması gibi nedenlerden dolayı bu işlemleri gerçekleştirmemektedir. Organize piyasalarda işlem gören future (vadeli işlem) ya da opsiyon işlemlerinin hemen hemen hepsinin fiziki teslimata dayalı olmaması ve bu işlemlerin aradaki cayma hakkına sahip olmamasından dolayı katılım bankalarında yapılmamaktadır. Organize olmayan piyasalarda işlem gören forward ürünü hem fiziki teslimata sahip olması hem de cayma hakkını içermesinden dolayı katılım bankaları tarafından kabul görmüştür ve uygulama alanı bulmuştur. Ancak danışma kurulu üyeleri bu ürüne şekli olarak onay verseler de, ürünün foreks piyasalarında kullanıldığı gibi faizsiz finans alanında uygulama alanı bulmasında çekincelerini korumaktadırlar.

Yurtdışına baktığımızda durum farklılık arz etmektedir. Özellikle Malezya'da forward ve opsiyon gibi ürünler çok yaygın olarak kullanılmaktadır. Türev ürünlerdeki kısıtlamalar Ortadoğu ve Türkiye'de bulunmaktadır. Malezya'da bu ürünler için tasarlanan yapılar gerek Türkiye'nin gerekse de Ortadoğu ülkelerinin kabul edemeyeceği yapılarda olduğu söylenebilir.

Sonuç olarak foreks uygulamasında katılımcının teminat olarak yatırdığı belli meblağ üzerinden yapılan tüm döviz alış veriş işlemleri sanal ortamda gerçekleşmekte yani fiilen mevcut olmayan dövizler alınıp satılmakta, daha doğrusu alınıp satılmış varsayılmaktadır. Oysa İslami ölçülere göre mevcut olmayan bir şeyin (ma'dum) alınıp satılması caiz değildir. Özellikle sarf (döviz alım-satımı) akidinde satın alınan dövizin ve ödenen bedelin peşin olması şarttır. Foreks işlemlerinde ise satılan/satın alınan döviz gerçekte var olmadığı gibi, bunun için "ödenen" bedel yatırılan teminattan fazlasına tekabül eden kısmı da mevcut değildir. Burada mevcut olmayan bir şey karşılığında yine mevcut olmayan bir şeyin satımı söz konusu olmaktadır. Bu sebeple "Forex (foreks)" adıyla bilinen döviz alım-satım piyasasında işlem yapmak caiz değildir.

### 3.2.4 Kıymetli Madenler

Bankaların yapacağı emtia işlemleri "32 Sayılı Türk Parasını Koruma Kanununa" göre sadece kıymetli madenlerden oluşmaktadır. Bu kanuna göre altın, gümüş, paladyum ve platin kıymetli madenler arasında sayılmıştır. Gerek Türk insanının altına olan ilgisi gerekse de altın alım-satımının fazla olması hasebi ile altın bankacılığı ülkemizde oldukça gelişmiştir. Gümüş işlemleri ise sadece belli başlı bankalar tarafından yapılmakta olup, altın kadar rağbet görmemiştir. Bankalar müşterilerden topladıkları altınları, kredi vermek, arbitraj geliri elde etmek ya da TCMB'ye zorunlu karşılık olarak yatırmak için kullanmaktadır. Bankalar aracılığı ile yapılan kıymetli maden alım-satımları arasındaki marj farkından dolayı da bankalar yüklü miktarlarda getiriler elde etmektedirler. Kıymetli madenler arasında altın açık ara öne çıkmaktadır ve hemen hemen tüm bankalarda altın alım-satım işlemleri gerçekleştirilmektedir. Bazı bankalar fiziki teslimata söz konusu olmayacak şekilde altın işlemleri gerçekleştirebilmekteyken, bazı bankalar daha ileri aşama olarak fiziki teslimata konu olacak şekilde altın bankacılığı faaliyetlerini gerçekleştirebilmektedirler. Fiziki altınları 24 ayar olacak şekilde gram altın olarak veya kilo bazlı özel teslimatlar ile müşterilerine hizmet vermektedir.

Bazı bankalar altınların muhasebesini 995/1.000 saflık tabanlı olarak yani fiziki teslimata elverişli olarak tutarken, bazıları da 1.000/1.000 saflık tabanlı olacak şekilde has altın olarak tutmaktadır. Bu nedenle bankalar arasında gram altın alım-satım fiyatlamasında %0,5 gibi ilave bir fark oluşmaktadır. Bu fark satılan altının içindeki altın miktardan kaynaklanmaktadır. 1000/1000 saflık tabanlı olan bankanın sattığı altın miktarı, 995/1.000 saflık tabanlı olan bankaya göre kilo başına beş gram fazlalık teşkil etmektedir. Bu nedendir ki gram başına fiyat farkının diğer bankaya göre pahalı olması normaldir. İçeriğini bilmeyen yatırımcılar bir bankanın diğer bankaya göre %0,5 daha ucuz sattığı anlamını ortaya çıkarabilir. Ancak alım-satım arasındaki farka bakarak hangi bankanın daha uygun fiyatlar ile hizmet sunduğu sonucuna kolay şekilde ulaşılabilir. Has altın şeklinde satan banka 995/1.000 ayarlı olarak satan bankaya göre; müşterinden altın alımında yüksek fiyat verirken, müşteriye satım işlemi düşük fiyat verir. Bu ikilem ileride yapılması planlanan bankalararası altın transfer işlemlerinde sektöre uğratabilir. A bankasında altını olan bir müşteri, B bankasındaki altın hesabına altını rahatça ve kafa karışıklığına neden olmadan transfer edebilmenin yolu açılmalıdır. Bunun içinde her iki bankanın aynı altın standardını kullanması gerekmektedir. Fiziki teslimatında olabilmesi için 995/1.000 saflık tabanlı olması ileride fiziki işlemlerin gelişmesinde vesile olabilecektir.

### Altının Fiziki Özellikleri:

**9 Ayar:** İçinde %33 (9/24) oranında has altın bulunur, en ucuz altın değeri ve çeşididir.

**14 Ayar:** İçinde %58,3 (14/24) oranında has altın bulunur. Türkiye’de en çok tutulan, hediye olarak insanların birbirine verdiği altın çeşitlerindedir.

**18 Ayar:** İçinde %75 (18/24) oranında has altın bulunur ve en çok pırlanta ve değerli taşların süslendiği takılarda kullanılır. 18 ayar altın da ülkemizde yaygındır.

**22 Ayar:** İçinde %91,6 (22/24) oranında has altın bulunur ve en iyi yatırım ve süslenme araçlarından biridir.

\*1 kilo külçe altın genel olarak 995 gram saflıktadır (999,5 ayarında külçe olacak şekilde saflık dereceleri de mevcuttur).

\*1 ons: = 31,1035 gram (altın ve gümüş için kullanılır): Ons ölçü birimi olup normal olarak bir ons 28,3495 grama eşittir. Altın, gümüş, platin gibi değerli metallerde 31,1035 ölçüsü kullanılmaktadır.

Altının ons bazında fiyatı bu sayıya bölünerek bir gram altının dolar bazında fiyatı bulunur. Çıkan sonucun dolar kuru ile çarpılması sonucunda ise altının TL cinsinden gram fiyatı bulunur. Dünya borsalarında altın fiyatlaması ons bazında yapılmaktadır ve fiyatlar ons bazında ilan edilmektedir.

Örneğin altının ons fiyatı 1.200 dolar ve USD/TL kurunun da 2,70 olduğunu düşünürsek, bir gram altının fiyatı şu şekilde bulunur ;

$$1.200 / 31,1035 = 38,58, 1 \text{ gram altın } 38,58 \text{ dolar ; } 38,58 \times 2,70 = 104,16 \text{ TL}$$

Bir gram altın fiyatını 104,16 TL olarak buluruz. Bu çıkan sonuç altının satış fiyatıdır. Bankalar altın alım satım fiyatlarına ortalama %1-1,5 oranında marj uygulayarak altını 102,5-103 TL aralığından alıp, 104,16 TL fiyatından müşterilerine satmaktadırlar. Tabi müşterilerin yüksek tutarlı alım-satım işlemlerinde bankalar özel kurlar uygulayarak alım-satım marjını müşteri bazlı değiştirebilmektedirler.

AAOIFI altının değişimi ile ilgili kendi standartlarında 2017 yılında değişikliğe gitmiştir. Değişiklikten önce bir kilo 24 ayar altını, bir kilo 22 ayar yada bir kilo 14 ayar altın ile değiş tokuşuna uygunluk vermekteydi. Fazlası yani bir kilo 24 ayar altını, 1,5 kilo 14 ayar altın ile

değiş tokuşuna faiz şüphesi oluşturacağı gerekçesiyle izin vermemekteydi. Yaptığı yeni değişiklikle içindeki altın oranına bakılarak oransal değiş-tokuş yapılmasına onay vermiştir. Bu değişiklikle bir kilo ağırlığında 22 ayar altın, 916 gram ağırlığındaki 24 ayar altın ile değiştirilebilecektir. Hâlihazırda kuyumcular, altın üreticileri gibi altın ile uğraşan firmalar, kişiler alım-satım işlemlerini bu şekilde yürütmektedir.

### **Altın Fiyatlarının Oluşumu:**

- Altın tüm dünyada işlem gören, finansal olarak değerli bir madendir.
- Uzakdoğu piyasaları ile açılır, Amerika piyasaları ile kapanır. Dünyada altın fiyatları sürekli değişir, anlık olarak dalgalanma halindedir.
- Dünyadaki tüm ekonomik gelişmeler altın fiyatlarını etkiler.
- Altın fiyatlarına en etkili şekilde yön veren ülke ABD'dir. ABD'de yaşanan ekonomik olaylar ve Amerika'daki kurumların politikaları altın fiyatlarını doğrudan etkiler.
- Kuyumculuk/Mücevherat sektörünün de fiziksel olarak takı ve yatırım talebi yönünden altın fiyatlarına doğrudan etki edebilmektedir. Dünyada yıllık 3.000-3.500 ton kadar fiziki altın ihtiyacı olduğu ifade edilmektedir. Türkiye, Çin ve özellikle Hindistan gibi ülkeler mücevher olarak yoğun talep gösteren ülkelerdir.
- Uluslararası piyasalarda altının değeri dolar ile ifade edilir. Buna bağlı olarak doların diğer paralar karşısında değerinin düşmesi veya yükselmesi altın fiyatı üzerinde doğrudan etki eder.
- Altın her zaman likidite edilebilen menkul bir yatırım aracıdır. Dünyanın her yerinde karşılığı alınabilmektedir. Türk yatırımcısı açısından USD/TL kuru değişimleri altın kurunun değişimine yol açar. USD/TL kuru yükseldiğinde altın fiyatları yükselmekte, düştüğünde ise altın fiyatları düşmektedir.

**Altın Toplama:** Tüm bankaların altın stokları 2010 yılında 25 ton iken, 2013 yılında 200 tonun üzerine çıkmıştır. Finansal sistemdeki altın fonları ile birlikte toplam altın stoku 210 tona ulaşmıştır. Bankalar altın toplama işlemlerini şubelerde altın günleri düzenleyerek müşterilerin elindeki fiziki altınları yukarıdaki hesaplamaları kullanarak, fiziki altın karşılığı hesaplarına 24 ayar altın olarak geçmektedirler. 2015-2016 yılında doların dolayısıyla altın fiyatının artması ile bankalardaki altın stokları müşterilerin hesaplarındaki altınları satmasıyla azalmıştır. Ayrıca altının aşırı dalgalı hale gelmesi ve değerinin çok yükselmesiyle altın yatırımcı sayısı eskiye göre biraz daha azalma göstermiştir.

Örnek : Müşteri'nin şubeye 100 adet çeyrek altın ve toplam 200 gram ağırlığında 22 ayar beş adet bilezik ile geldiğini farz edelim.

1 çeyrek altın : 22 ayar ve 1,76 gram ağırlığındadır.  $1,76 \times 0,916 = 1,61$  gram has altın etmektedir.  $1,61 \times 100$  adet çeyrek = 161 gram has altın (1000/1000)

5 adet bilezik :  $200 \times 0,916 = 183,2$  gram has altın

Müşterinin hesabına kaydi olarak  $183,2 + 161 = 344,2$  gram has altın yatırılacaktır. Katılım bankaları bu altının karşılığını bulundurarak ya yurtdışında ya da "İstanbul Altın Borsa'sında" fiziki olarak müşteri adına saklamak zorundadırlar. Yani bu altının fiziki karşılığı fıkhen muhakkak olmak zorundadır. Ticari bankaların ise bu altını fiziki olarak tutabilecekleri gibi sadece kaydi olarakta tutabilmektedirler.

Yaklaşık %10'un üzerinde pazar payları bulunan iki banka bu alanda lider ve piyasa yapıcı konumdadır. Bankaların altın toplama işlemlerini yoğun şekilde yapmalarının nedenleri ile müşterilerin bankaları tercih etme nedenlerini şöyle sıralayabiliriz;

- Bankalar toplanan altınlar ile yurtdışı finansal kuruluşlardan altın ile swap işlemi yaparak ucuz kaynaklı döviz temin edebilmektedirler,
- Bankalar bulundurdukları her mevduat/katılma hesabı için TCMB'ye TL veya döviz zorunlu karşılık bulundurmamak yerine müşterilerden düşük maliyetle topladıkları altını vermeleri (altın genellikle cari hesaplarda tutulmakta (maliyetsiz) ya da %1-2 arasında yıllık kâr payında değerlendirilmektedir),
- Müşterilerin bankalardan altın alım-satımını daha uygun fiyata yapmaları, müşteri tabanını genişletmeleri ve yeni bir ürün sunmaları,
- Altınların çalınmasına, kaybolmasına karşı bankaların en güvenilir yer olması nedeni ile müşterilerin bankalardan daha düşük oranlarda getiri elde edecek şekilde hesaplarında tutmayı kabullenmeleri,

Altın fiyatlarının yükselmesi, kuyumculuk sektörünün yüksek fiyatlardan dolayı düşük iş yapabilmesi veya kayıt dışılık gibi nedenlerden dolayı da, müşterilerden toplanan altınlar sektöre kredi olarak çok fazla dönmemektedir. Bunu da altın bankacılığının büyük bir etkisi olarak ifade edebiliriz.

**Altın Kredisi:** 2013 yılı itibari ile bankacılık sektöründe ki toplam altın kredi hacmi 17 ton olup, bu 17 ton altın kredisinin %37'sini tek bir banka kullandırmıştır. Bu bankanın altın toplamada çok fazla aktif olmayıp, kredi verme noktasında çok aktif olması bankaların riskleri çok farklı olarak değerlendirdiklerini veya stratejilerinin farklı olduklarını söyleyebiliriz. Altın toplama ve kaydi olarak altın satma noktasında sektör belli noktalara ulaşsa da, altın kredisi kullandırma noktasında beklentinin çok gerisinde kaldığını dile getirebiliriz. Kuyumcular altını sermaye olarak bilançolarında tuttuğu müddetçe, altının değer artışından kaynaklı olarak kurumlar vergisi ödemek zorunda kalmaktadırlar. Bu durumda, firmalar olmayan kârdan kurumlar vergisi vermesi, kuyumcu firmalarının durduk yerde sermayelerinin erimesine yol açmaktadır. Dolayısıyla birçok kuyumcu firması sermayesini düşük göstererek kayıtdışı ya da vergiden kaçınma yöntemi ile iş yapmaya çalışmaktadır. Bu noktada bazı mevzuatsal sıkıntılar olduğu açıktır. Ayrıca bankaların altını zorunlu karşılık olarak TCMB'ye verip karşılığında daha az TL zorunlu karşılık vermeleri, kâr ve risk noktasında daha avantajlı bir durum olduğu için altın kredisi gelişmemiştir, ya da gelişmesi yönünde ilave gayret gösterilmediği sonucu ortaya çıkmaktadır.

Katılım bankalarında kıymetli maden işlemlerini değerlendirecek olursak; katılım bankaları danışma kurulları altın ve gümüşü tamamen para gibi değerlendirdiklerinden dolayı altın ve gümüş peşin alım-satıma tabi tutulmaktadır. Taksitli veya kredili işlemlere konu olamamaktadır. Bu nedenle katılım bankaları için altın fon kullandırımı fıkhi açıdan büyük sıkıntı teşkil etmekte ve bu bankalar topladıkları altınları fon kullandırma noktasında zorluk çekmektedirler. Diğer bankalarda olduğu gibi ROM (Rezerv Opsiyon Mekanizması) çerçevesinde TL verilmesi gereken zorunlu karşılıklar yerine toplanan altınlar TCMB'ye zorunlu karşılık olarak verilmektedir. Böylece elde kalan fazla TL ile daha yüksek gelir oluşturma imkânı elde edilmiştir. Ayrıca bankalar, topladıkları altınların yurtdışı saklama maliyetleri düşük olması nedeni ile "İstanbul Altın Borsası'nda" saklamak yerine Londra veya İsviçre'de saklamaktadırlar. TCMB'nin de zorunlu karşılık olarak aldığı altının yurtdışında saklamasına izin vermesinden dolayı da bankaların topladıkları altınlar yurtdışına transfer edilmektedir. Altını istenilen düzeyde verimli olarak değerlendiremeyen katılım bankalarının altın katılım hesaplarına verdikleri kâr oranları da haliyle beklenen düzeyde olamamaktadır. Kuyumculuk sektöründeki belli başlı ana sıkıntılar katılım bankalarının sektör firmaları ile müşareke üzerine iş ortaklığı da geliştirememesine yol açmaktadır.

Platin ve paladyum ise para gibi değerlendirilmediğinden dolayı emtia gibi alım-satıma, kredili ve vadeli işlemlere konu olabilmektedirler. Bu nedendir ki katılım bankalarının "Londra Metal Borsası'nda" yaptıkları tevarruk işlemlerinin temelinde platin veya paladyum gibi kıymetli madenler yatmaktadır. Bu değerli taşların vatandaş nezdinde hem yatı-

rım aracı hem de mücevher olarak rağbet görmediğinden; bunlar yaygınlaşmamıştır hatta bilinmediği söylenebilir. Tevarruk işlemi, katılım bankalarının müşterilerine kullandırmış olduğu kredilerin geri ödenmemesi sonucunda, gecikmeye düşmüş müşteriler için uyguladığı zorunlu metal alım-satım işlemidir. Para piyasası ürünleri kısmında anlatılan mal murabahası (commodity murabaha) işleminin müşteri bazında yapılmasıdır. Gecikmişe düşmüş müşteriden alacağını tahsil edemeyen katılım bankasının, verdiği krediyi yeniden yapılandırma çerçevesinde zararını asgari düzeye indirmek amacı ile kullandığı bir üründür. Kredisini geciktiren ya da ödeyemeyen müşterinin iflasını istemek ya da hukuki takip başlatmak müşteriyi daha çok zor durumda bırakacağı için mevcut borçlarının yeniden yapılandırılarak müşteriye süre tanıma, ona bir fırsat verme işlemi olarak yorumlanabilir. İşin özünde, müşteri ile işlem yapılırken arada muhakkak bir mal alım-satımının olması önem arz etmektedir. İşlem maliyetlerini düşüklüğü nedeni ile "Londra Metal Borsası'nda" kullanılan platin ya da paladyum olabileceği gibi, Malezya'da kullanılan palm yağıda olabilir. Burada ki ana amaç yapılan işlemin muhakkak bir emtiaya dayandırılmasıdır. Bu ürün şekli olarak katılım bankaları danışma kurulları tarafından maslahat yani zorunlu bir unsur olacak şekilde uygunluk verilmiş ve şeklen katılım bankaları ilkelerine uygun olarak onaylanan bir üründür. Katılım bankaları bu ürünü kullanarak ticari bankaların yapabileceği her türlü ürünü geliştirebilirler. Örneğin; Katılım Bankaları müşterilerine nakdi ihtiyaçlarını karşılamaları amacı ile nakdi kredi vermemektedir. Bu ürünü kullanarak müşterilerine murabaha kredisini dilediği miktarda ve oranda verebilirler. Ancak bu işlem sektörde ki danışma kurulları tarafından sıcak bakılmayan işlemlerdir. Platin ve paladyum işlemleri tevarruk işlemlerinde yoğun şekilde kullanılabilir ancak müşteri tarafında gerek yatırım aracı ve gereksede takı amaçlı kullanılmamasından dolayı altın gibi piyasada gelişme göstermesi çok zor gözükmektedir. Gecikmişe düşmüş müşterilerin kredi yapılandırılmasında, sukuk ihraçlarında kullanılan emtia işlemleride Londra Metal Borsası'nda yapılmaktadır. Katılım bankalarının verdikleri kredilerin ortalama %3'ü gecikmişe düşmektedir. Verilen krediler banka bilançosunun ortalama %60-65'ini oluşturduğu için, temerrüde düşen işlemler için yapılan tevarruk işlemleri oldukça yüksek hacimlere ulaşmıştır. Katılım bankaları büyüdükçe gerek bu işlemler gereksede hazine bünyesinde yapılan işlemler Londra'daki bu piyasa işlemlerini canlı tutacaktır.

Yaz aylarında, Türkiye'de düğün sezonu olması nedeni ile fiziki altına olan talep fazla olmaktadır. Yaz aylarında fiziki altın ihtiyacı duyan kuyumcular buldukları fiziki altınları hediye amaçlı olarak ya ziynet altına çevirmektedirler ya da mücevheratta kullanılmaktadırlar. Kış aylarında ise, düğün sayısının az olması nedeni ile fiziki altın talebi oldukça azalmaktadır. Bu nedenle yaz aylarında fiziki talebin fazla olması nedeni ile, Türkiye'deki altın fiyatları yurtdışına göre ons bazında genellikle 3-5 dolar daha fazla olmaktadır. Kış aylarında ise,



durum tam tersine dönerek yurtiçi fiyatlar yurtdışı fiyatlara göre ortalama 3-5 dolar daha ucuz olmaktadır. Durumu fırsata çeviren bankalar arbitraj yaparak kâr elde etmektedirler. Bu işlemleri yapan bankaların yurtdışı muhabir ağlarının geniş olması ve altın piyasasıyla içiçe olmaları gerekmektedir. Arbitraj işlemlerinde fiziki altın transfer işlemleri olmaktadır. Bu fiziki altınlar standart külçe altınlar bazında gerçekleşmektedir. Bu külçeleri yapan rafineri firmalarının, yani altını eritip 0,995 ya da 0,999 saflık ayarında 24 ayar standart külçe haline çevirecek şirketlerin dünya standartlarında olması ve lisans almış olmaları gerekmektedir. Ayrıca gerek Merkez Bankası gereksede altın borsamız altın saklama işinde dünya ölçeklerinde genel kabul görmüş standart külçe altınları kullanmaları, Türkiye’de altın işlem hacminin artmasında katkı sağlayacaktır. 2016 yılında yapılan yasal düzenlemeler ile bu konudaki bazı sıkıntılar giderilmiştir.

### 3.2.5 Hazine Platformları

Hazine müşterilerine “Spot-Forward FX ve Kıymetli Maden” işlemleri için online fiyatlama imkânı veren bir bilgisayar yazılım ürünüdür. Hazine interbank işlemlerinin farklı platformlar yerine tek bir platformdan takip edilerek en iyi fiyat filtrelemesi ile gerçekleştirilmesini, gerçekleşen müşteri işlemlerinin en iyi fiyat kriteri ile limiti müsait olan satıcı bankalardan birebir eşleşmesini sağlayan bir yazılım programıdır. Platform ile müşterilerine hizmet sunan banka hiçbir şekilde pozisyon almamaktadır. Ayrıca hazine biriminin mevcut iş yükünü azaltarak işlem maliyetlerini de düşürmektedir. Banka bu ürünü sadece işlem hacmi yüksek olan belli başlı müşterilere sunmaktadır. Teknolojinin gelişmesi ile bankalar teknolojiye dayalı çok sayıda bu tarz ürün kullanmaktadır.

#### Temel Özellikleri:

- Sistem yalnızca TL/döviz (TL/\$,TL/€) işlemlerini değil, parite (\$/€) ve kıymetli maden (altın, gümüş, platin) işlemlerini de kapsamaktadır.
- İlk madde sayılan para birimlerinin ve kıymetli madenlerin ileri vadeli alım-satım (forward) işlemlerini yapılabilmektedir.
- Limit tanımları, müşterinin geçmişte yaptığı işlemlere bakılarak belirlenmektedir. Marj (fiyat farkı) tanımlaması ise hazine birimleri tarafından müşterinin bağlı olduğu ilgili şube ile ortaklaşa belirlenmektedir.
- Platform kullanacak müşterilerden platform sözleşmesi temin edilir. Ayrıca platformdan geçecek her işlem içinde müşteriden yazılı talimatlar alınmalıdır.

- Kurlar, program tarafından müşteri için belirlenen marj eklenerek otomatik olarak üretilir.

Platform üzerinden yapılan işlemlerde, işlem anında gerçekleştiği için müşterinin işlem den geri dönme imkânı yoktur. Yaptığı işlemi tersi bir işlemle kapatır, yani hatalı alım işlemi yapmışsa aynı tutarda satış işlemi yaparak işlem hatası belli bir maliyetle giderilebilir.

Katılım bankalarının hali hazırda hazine birimlerinde yaptığı işlemlerin, teknolojik bir altyapı ürünü olan platformlara aktarılması işlemidir. Platform üzerinde yapılan işlemlerin danışma kurulu üyeleri tarafından kabul edilen mevcut icazeti olan ürünler kullanıldığı sürece katılım bankalarınca kullanılmasında bir engel görülmemektedir. Müşteriler, hazine ürünlerinde ki işlem hacimlerini arttırdıkça, işlemlerini daha hızlı ve daha uygun maliyetlerle gerçekleştirmek için bu tür teknolojik sistemleri talep etmektedirler. Bu platformlar ile müşteriler döviz alım maliyetlerini daha çok düşürmektedirler, satışlarını ise daha yüksekten yapabilme olanağına kavuşmaktadırlar. Platform yüksek işlem hacmine sahip müşteriler tarafından kullanılan, kullanılmasında fayda bulunan sistemsel bir altyapı ürünüdür.

## 4. HİSSE SENETLERİ (PAYLAR,)

---

### 4.1 GENEL TANIMLAMALAR

Hisse senedi; bir şirketin anaparasının eşdeğer parçalarından biridir. Bir şirkete ait hisse senedini satın alan kişiler o şirketin ortakları arasına katılırlar. Hisse senedi, şirket ile hisse sahibi arasındaki özel ilişkiyi ifade eder.

Hisse senetlerinin sahiplerine sunduğu haklar:

- Ortaklık hakkı,
- Yönetime katılma (oy) hakkı,
- Kâr payı (temettü) ve temettü avansı alma hakkı,
- Rüşhan hakkı (yeni pay alma hakkı),
- Bedelsiz pay alma hakkı
- Tasfiyeden pay alma hakkı,
- Bilgi edinme hakkı

---

<sup>1</sup> Güncellenen Sermaye Piyasası Mevzuatında hisse senetleri artık paylar olarak adlandırılmaktadır.

Organize piyasalarda işlem gören ya da herhangi bir organize piyasada işlem görmeyen bir şirketin hisse senedini satın almak, o şirkete ortak olmak, yani o şirketin yaptığı işlere ortak olmak anlamına geldiğinden, teoride bir nevi ticarete girişmek olarak adlandırılabilir. Eğer şirketin ortaklık yapısına göre önemli oranda ya da çoğunluk hissesine sahip olunursa, şirket yönetimine de ortak olma söz konusu olacağından, teoriden öte pratikte de tamamen ticarete atılmak anlamına gelecektir. Eğer şirket ticaret yaparken fıkhi açıdan alım-satım şartlarına uyuyorsa, o şirketin hisse senedini alıp satmakta hiçbir sakınca olmayacağı aşikârdır. O şirketin yaptığı işlemler ile ilgili kısıtlamalar AAOIFI (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions/İslami Finans Kuruluşları Muhasebe ve Denetim Organizasyonu) standartlarında açıkça belirtilmiştir. Hisse senedi alıp satmak isteyenler için, bu kurallara uyan şirketlerin hisse senetlerini alıp-sattıkları sürece, fıkhi açıdan hiçbir kısıtlama olmadığı ifade edilmektedir. Ülkemizde hisse senedi alım-satım işlemlerinde bazı kurumlar AAOIFI kurallarını tercih ederken, bazı kurumlar ise kendi danışma kurulu üyelerinin oluşturduğu kuralları tercih etmektedir. Maalesef bu alanda tam bir fikir birliği oluşmamıştır. Gerek işlemlerin az olması, gerekse de katılım bankalarında sermaye piyasası alanı üzerine ilginin az olması nedeniyle bu piyasada derinlemesine çalışmalar yapılmamıştır. Katılım bankaları arasında bazı farklılıklar olsada, danışma kurullarının belirledikleri kurallara uyan firmaların hisse senetlerinin alım-satımının katılım bankaları üzerinden yapılmasına izin verilmektedir. Bu kurallara uymayan hisse senetlerin alım-satımına aracılık edilmemektedir.

## 4.2 İSLAMİ ESASLARA GÖRE FAALİYET GÖSTEREN ŞİRKETLERİN HİSSE SENETLERİ VE BU HİSSE SENETLERİNİN BELİRLENME YÖNTEMLERİ

Faizsiz finans esaslarına göre hisse senetlerinin alım-satımı aşağıdaki oranlara/ilkelere göre yapılmaktadır. Bu esaslar uluslararası kabul görmüş AAOIFI standartlarıdır.

### a) Faaliyet alanı

### b) Finansal Oranlarına Göre İnceleme\*

\*Değerlendirmelerde şirketlerin SPK mevzuatına göre açıklamakla yükümlü olduğu ve KAP'ta kamuya açıkladığı mali tabloları ve açıklamaları esas alınır (halka açık olan şirketler için geçerli olan kural).

#### 4.2.1 Faaliyet Alanlarına Göre İnceleme

Ana faaliyet alanı;

- Faize Dayalı Finans, Ticaret, Hizmet, Aracılık (Bankacılık, Sigorta, Finansal Kiralama, Faktöring ve diğer faize dayalı faaliyet alanlarını kapsar),
- Alkollü İçecek,
- Kumar, Şans Oyunu,
- Domuz Eti ve Benzer Gıda,
- Basın, Yayın, Reklam,
- Turizm, Eğlence,
- Tütün Mamulleri,
- Silah,
- Vadeli Altın, Gümüş ve Döviz Ticareti

olan şirketlerin hisse senetlerini almak fıkhen uygun değildir. Bir şirket için ana faaliyet alanı belirlenirken öncelikle şirket ana sözleşmesi esas alınır. Ana faaliyet alanlarından bir veya birkaçı yukarıdaki maddelerden en az biriyle ilgiliyse ve şirket ana sözleşmesinde faizsiz finans ilkelerine uygun faaliyet göstereceği yönünde bir hüküm yoksa, şirketin hisse senedinin alım-satımının yapılması uygun değildir. Buna paralel olarak; şirketin esas sözleşmesinde bu faaliyet alanları yer almasına rağmen, şirketin fiilen faizsiz finans ilkelerine aykırı faaliyetler ile iştirak etmediği sabit ise, şirketin hisseleri alım-satıma konu olabilir.

#### 4.2.2 Finansal Oranlarına Göre İnceleme

a) Şirketlerin hisse senetleri aşağıdaki finansal oranlara bakılarak alım-satıma konu edilir;

- Toplam faizli krediler / Piyasa değeri < %30,
- Faiz getirili nakit ve menkul kıymetler / Piyasa değeri < %30,
- Faaliyet alanları kısmında fıkhen uygun olmadığı belirtilen faaliyetlerden elde edilen gelir / Toplam gelir < %5,

AAOIFI'nin belirlediği bu hükümler uluslararası uygulamada geçerli ve genel kabul edilmiş kurallardır. Bu oranlar AAOIFI kurulu tarafından mevcut koşullarda şirketlerin faaliyet alanı gereği borçlanmanın kaçınılmaz olması, bu borçlanmanın ister istemez bankalardan yapılması, devletin uyguladığı faiz cezalarına benzer koşullar gibi çeşitli nedenlerden yola çıkılarak belirlenmiştir. Enflasyon oranının yüksek olması, sermaye piyasalarının fazla gelişmemiş olması, piyasada güven düzeyinin düşük olması gibi nedenler, firmaları ister istemez bankalardan borçlanma yoluna itmektedir. Piyasada faizsiz bankacılık sisteminin gelişmemiş olması ya da böyle bir sistemin bulunmaması firmaların bankalara borçluluk oranlarını çok yüksek çıkarmaktadır. Bu durumda firmaların "Toplam faizli krediler / Piyasa değeri < %30" oranını sağlaması güçleşmektedir. Enflasyon ortamının yüksek olması nedeni ile firmalar eldeki nakitleri borç vermek ya da atıl vaziyette kasada tutmak yerine bankalarda tahvil, bono, repo veya kısa vadeli mevduat olarak değerlendirmektedirler. Bu durumda firmalar faiz geliri elde etmektedir. Enflasyon oranlarının yüksek olduğu dönemlerde, repo oranları yani piyasa faiz oranları da yüksek olduğundan firmalar mevcut nakitlerini repoda değerlendirerek çok yüksek faiz geliri elde etmekteydiler. Bu durumda hem "Faiz getirili nakit ve menkul kıymetler / Piyasa değeri < %30" oranına hem de "Faaliyet alanları kısmında fıkhen uygun olmadığı belirtilen faaliyetlerden elde edilen gelir / Toplam gelir < %5" oranına uyan firma sayısı çok düşük sayılarda kalabiliyordu. Bu durumda piyasada alım-satım konu olabilecek hisse senedi sayısı çok azalınca, katılım bankaları bu alanlarda hemen hemen hiç faaliyet gösteremiyor duruma gelmekteydiler.

%5'lik gelir ile şirketin tüm uygun olmayan gelirleri kastedilmektedir. Bu gelirler şirketin satış gelirleri, faiz gelirleri, diğer faaliyet gelirleri ve esas faaliyet dışı finansal gelirlerini içermektedir. Caiz olmayan içki veya domuz eti satış geliri de faiz geliri üzerine eklenip %5'i aşması halinde alım-satım listesinden çıkartılır. Örneğin marketlerin asıl faaliyet alanları gıda ürünlerinin alım-satımıdır. Market içinde içki satışı yapılıyor ise bu uygun olmayan alandan elde edilen gelire faiz ve diğer uygun olmayan gelirler eklenip, toplam gelirlerin %5'i aşmaması gerekmektedir. Bu kıstasları sağlamayan şirketlerin alım-satım konu edilmesi uygun değildir, dolayısıyla hisse senetleri alım-satım konu edilemez.

Ayrıca faizsiz finans ilkelerine uygun varlıkların kiralanması amacı ile alınan finansal kiralama (leasing) kredileri, faizli kredilerin toplamına dahil edilmez. Bunlar piyasadaki danışma kurulu üyeleri tarafından fıkhen kira ödemesi olarak kabul edilmektedir. Bu oranlar şirketlerin çeyrek bazlı açıkladıkları mali tablolara bakılarak üç ayda bir güncellemeye tabi tutulmaktadır. Dolayısıyla bu kriterlere uyan firma listesinin üç ayda bir değişmesi söz konusu olmaktadır.

Bu oranlar aynı zamanda şirketlerin borçluluk oranlarının düşük, piyasa değerlerinin ve ana faaliyet gelirlerinin yüksek olmasını gerektirdiğinden, tabii olarak faizsiz finans ilkelerine uygun şirketlerin mali açıdan da güçlü şirketler olması sonucunu doğurmaktadır diyebiliriz.

**b)** Şirket ana sözleşmesinde belirtilmemesine rağmen, kamuya açık şirket mali tabloları, duyuruları ve diğer kaynaklara göre şirket faaliyetlerinin bir kısmı yukarıdaki faaliyet alanı kısmında belirtilenler ile ilgili faaliyetler oluşturmuyor ise finansal oran incelemesine tabi tutulur. Bu oranları sağlanmadığı durumda, şirket hisseleri alım-satıma konu edilemez.

**c)** Şirketlerin ana faaliyetleri dışında gerek doğrudan, gerekse ortaklık ve iştirak ilişkisi ile dolaylı olarak iştirak ettikleri faaliyetler, yukarıda belirtilen faaliyetlerden biri veya birkaçını içeriyor ise, bu faaliyetlerden elde edilen gelirler de iştirak oranları dikkate alınmak suretiyle hesaplamalarda dikkate alınır.

**d)** Eğer bir şirketin yukarıdaki maddelerle ilgili bir faaliyetinin olduğu biliniyor ancak resmi veya doğrulanabilir kaynaklara göre gelir ayrıştırması yapılması mümkün olmuyor ise, en iyi gayret ile kamuya açık ve/veya şirketten doğrudan alınan bilgiye dayanarak bir değer veya aralık bulunur. Eğer bu bulunan değer veya değer aralığı ile şirket yukarıda belirtilen finansal oranları sağlamıyorsa veya sağladığına dair yeterli bilgiye ulaşmak mümkün olmuyor ise şirket hisseleri alım-satıma konu edilemez.

#### 4.2.3 Bilançodaki Borçluluk Oranı (%30)

Şirketlerin ticari bankalardan aldığı borçların toplam aktiflere oranı %30'u aşmış ise, bu şirketlerin hisse senetlerinin alım-satımı uygun değildir. Bilanço dipnotlarında belirtilmesi şartı ile katılım bankalarından alınan banka kredileri hesaplamaya dahil edilmez. %30'luk borçluluk oranı hesaplanırken hesaplamaya sadece faizli krediler katılır, ticari alacaklar vade farkı olarak sayıldığı için hesaplamaya dahil edilmez. Ticari alacaklarda veya borçlarda faiz uygulanıp uygulanmadığının bilançolardan anlaşılması güç olması ve muhasebenin temel kavramları gereği bu kalemlere sadece ticari borç ve alacaklar kaydedilebildiği için hesaplamada dikkate alınmaz.

Bu oran AAOIFI kriteri olmayıp, "Toplam faizli krediler / Aktif toplam < %30" alternatif olarak bazı ülke piyasalarında kullanılabilen bir orandır. Piyasada işlem görmeyen firmalar için aktif toplam, piyasa değeri olarak dikkate alınabilir. Ayrıca "Borçlar/Piyasa değeri" oranını hisse senedi piyasası yükseldikçe veya düştükçe endekse girecek hisse senedi adedini de sürekli değiştirecektir. Listenin sürekli değişmesi alım-satım işlemlerinde müşteriler ve firmalar açısından veya faizsiz finans sistemi için sorun teşkil edebilir. Çünkü üç ay önce

bu kriterlere uygun olup alım-satıma konu olan şirketin, üç ay sonra alım-satıma konu olmaması, şirketin faaliyeti veya mevcut durumu ile ilgili değil; şirket hisse senedi fiyatının değişmesinden kaynaklı bir durumdur.

Şirketlerin aktif değeri, piyasa değeri gibi çok sık ve yüksek oranlarda değişmediği için, bu oranın diğer uygulanan orana göre daha istikrarlı olduğu gözükmemektedir. Gerek bu oranın kullanılması gerekse AAOIFI kurallarında belirtilen oranın kullanılması BİST’de işlem gören hisse senedi sayısında çok fazla afaki bir fark oluşturmamaktadır. Sadece hisse senedi bazında bazı değişikliklere yol açmaktadır. Türkiye gibi bir piyasada firmaların borçluluk oranının çok yüksek olması, firmaların bu kriterlere uymasını zorlaştırmaktadır. Bu oran nedeniyle birçok firmanın hisse senedi alım-satıma konu edilememektedir. Firmaların bankalardan aldığı faizli kredileri azaltıp piyasadan ya da katılım bankalarından borçlanmaları, faizli krediler oranının düşmesine neden olacak ve bu orana uymayı sağlayabilecektir.

Bu oranlar katılım bankacılığındaki bazı ürünlerin uygulamasında olduğu gibi tartışmaya açıktır. Yukarıda belirtilen oranlar, bu alanda eğitim görmüş ve araştırma yapmış danışma kurulu üyeleri tarafından belirlenmiş ve uluslararası uygulamalar da dahil olmak üzere genel kabul görmüş standart oranlar ve kurallardır.

#### **4.2.4 Örnek Firma Uygulaması**

Yukarıda teorisini vermeye çalıştığımız oranları, BİST’de işlem görmekte olan iki firma üzerinden inceleyerek konunun uygulama kısmına da değinmekte fayda görüyoruz. Bu kapsamda BİST 100’de işlem gören Arçelik ve THY firmalarına bu oranları uygulamak için inceleme dönemine ait olan bilanço ve gelir tabloları temin edilir. İnceleme dönemimiz 2014 yılını kapsamaktadır. Firmaların bilançoları üç ayda bir KAP’ta ilan edildiği için bu kriterlerin her üç ayda bir incelenmesi daha sağlıklı olacaktır.



## Örnek 1:

ARÇELİK A.Ş./ARCLK, Finansal Durum Tablosu (Bilanço) – 2014 (Bin)	
<b>AKTİF</b>	
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	8.471.757
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.621.221
Ticari Alacaklar	4.433.898
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklar	0
Türev Araçlar	7.783
Stoklar	2.124.946
Peşin Ödenmiş Giderler	68.741
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	57.988
Diğer Dönen Varlıklar	145.365
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar	11.815
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	3.923.248
Finansal Yatırımlar	698.488
Ticari Alacaklar	24.423
Türev Araçlar	17.803
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	195.311
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	5.929
Maddi Duran Varlıklar	1.812.746
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.091.195
- Şerefiye	169.195
- Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	922.000
Ertelenmiş Vergi Varlığı	77.353
<b>TOPLAM AKTİF</b>	<b>12.395.005</b>
<b>PASİF</b>	
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	4.430.803
Kısa Vadeli Borçlanmalar	719.862
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	1.082.761
Ticari Borçlar	1.781.442
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Borçlar	0
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	163.623
Diğer Borçlar	124.918
- İlişkili Tarafalara Diğer Borçlar	10.003
- İlişkili Olmayan Tarafalara Diğer Borçlar	114.915
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	18.154
Kısa Vadeli Karşılıklar	263.992
- Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	263.992
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	272.240
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	3.565.504
Uzun Vadeli Borçlanmalar	2.964.986
Ticari Borçlar	0
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Borçlar	0
Diğer Borçlar	57.823
- İlişkili Tarafalara Diğer Borçlar	57.823
Uzun Vadeli Karşılıklar	268.671
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	174.896
- Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar	93.775
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	245.422
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	28.602
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	4.398.698
<b>ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR</b>	4.355.625
Ödenmiş Sermaye	675.728
Sermaye Düzeltme Farkları	468.811
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	22.689
- Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları	67.241
- Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazanç ve Kayıpları	-44.552
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	488.188
- Yabancı Para Çevirim Farkları	178.569
- Finansal Varlık Değer Artış Fonu	525.549
- Yurt Dışındaki İşletmelerde Bulunan Net Yatırımların Finansal Riskten Korunma Fonu	-216.342
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	275.430
Birleşmeye İlişkin İlave Özsermaye Katkısı	14.507
Geçmiş Yıllar Kârları/Zararları	1.792.299
Net Dönem Karı/Zararı	617.084
<b>TOPLAM PASİF</b>	<b>12.395.005</b>

<b>ARÇELİK A.Ş./ARCLK-Kâr veya Zarar Tablosu 2014 - (Bin)</b>	
<b>Hasılat</b>	12.514.033
Satışların Maliyeti (-)	-8.535.201
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kâr (Zarar)	3.978.832
<b>BRÜT KÂR/ZARAR</b>	3.978.832
Genel Yönetim Giderleri (-)	-532.789
Pazarlama Giderleri (-)	-2.356.247
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-102.055
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	216.137
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-235.089
<b>ESAS FAALİYET KÂRI/ZARARI</b>	968.789
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	16.264
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-1.377
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kârlarından/ Zararlarından Paylar	18.156
<b>FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KÂRI/ZARARI</b>	1.001.832
Finansman Gelirleri	476.126
Finansman Giderleri (-)	-746.336
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KÂRI/ZARARI</b>	731.622
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-93.644
- Dönem Vergi Gideri (-)/Geliri	-80.892
- Ertelenmiş Vergi Gideri (-)/Geliri	-12.752
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KÂRI/ZARARI</b>	637.978
<b>DÖNEM KÂRI/ZARARI</b>	637.978

Kaynak:www.kap.gov.tr

**a. Faaliyet alanı:** Faaliyet alanı beyaz eşya üretimi ve ticareti olduğu için mevcut kritere uymaktadır.

**b. Toplam faizli krediler / Piyasa değeri < %30**

Firmanın piyasa değeri, borsada işlem gören şirketin hisse fiyatının o şirkete ait toplam hisse adedi ile çarpılması sonucunda bulunur. Şirketlerin toplam hisse adedi, istisnalar haricinde genel olarak firmaların ödenmiş sermayesi kadardır. Çünkü hisse senetleri nominal olarak bir TL üzerinden ihraç olunur. Arçelik'in ödenmiş sermayesi 675.728.000 olduğu için, şirketin toplam 675.728.000 adet hisse senedi vardır. Firmanın halka açıklık oranı %25,12'dir.

Borsa İstanbul pay piyasasında tüm hisse senetlerinin sadece %25,12'si alım-satıma konu olabilmektedir. 31 Aralık 2014 tarihi itibari ile şirketin hisse fiyatı 14,48 TL ile kapanmıştır. Firmanın piyasa değeri = 675.728.000 x 14,48 = 9.784.541.000 TL'dir. Firmanın toplam faizli kredileri, firmanın ticari bankalardan, faktöring firmalarından temin etmiş olduğu banka kredileri ile tahvil, bono, eurobond gibi faize endeksli borçlanma aracı ihraç ederek elde etmiş olduğu borçların toplamından oluşur. Bu tür borçlar bilançoda 30 no'lu (kısa vadeli) ve 40 no'lu (uzun vadeli) mali borçlar kaleminde yer alırlar. Mali borçlar kaleminden finansal kiralamadan kaynaklanan borçlar ile katılım bankalarından kaynaklanan banka kredileri (bilanço dipnotlarında belirtilmiş ise görülebilir) çıkarıldıktan sonra kalan tutar toplam faizli kredileri oluşturur. 300 Banka kredileri, 303 uzun vadeli kredilerin anapara taksitleri ve faizleri, 304 tahvil anapara borç, taksit ve faizleri ve 305 çıkarılan bonolar ve senetler (kira sertifikası ihraç edilmişse bu kalemde yazan tutardan çıkartılır) hesapları kalemlerinin toplamının (aynı yapıdaki uzun vadeli kredilerde toplama dahil edilir, 40 no'lu kalem) toplam piyasa değerine bölünmesi ile elde edilen oran %30'dan büyük ise, mevcut piyasada kabul edilen fıkhi kurallara göre şirketin hisse senetlerinin alım-satıma konu edilmesi uygun değildir. Finansal kiralamadan kaynaklanan borçlar, işin özü itibari ile mal alım-satımına ve kiralamaya dayanması nedeni ile işlemin katılım bankacılığı kurallarına uygun olduğu görüşü hasil olmuştur. 32 no'lu (kısa vadeli) ve 42 no'lu (uzun vadeli) ticari borçlar kalemi ise ticaret temelli olması ve bilançolarda bu işlemlere ait alt kırımları görmek mümkün olmadığı için mevcut hesaplama dahil edilmemektedir. 321 Borç senetleri kaleminin içeriği bir mal alım-satımına dayalı senetlerden oluşması, aynı şekilde 320 satıcılar kaleminin ortada bir senet olmamasına rağmen, işin özü itibari ile vadeli mal alım-satımından oluşması nedeni ile faizli işlem hesaplamalarına konu edilmemektedir. Firmanın faaliyetleri neticesinde işlemlerine konu olan senetlerde faiz ibaresine yer verilmesi, o senetlerinin ayrı ayrı incelenmesini gerektirir ki, firma bu incelemeye izin vermeyebilir. Ayrıca bu tür inceleme işlemlerinin çok fazla operasyonel yük oluşturması, bilançoda gösterilememesi gibi nedenler, hesaplamayı imkânsız hale getirmektedir. Firmanın dipnotlar ve ayrıntılı gelir tablosuna bakıp mevcut faizli borçlardan finansal kiralama borçları çıkıldığında toplam faizli borç yaklaşık 3.610.000.000 TL olduğu görülmektedir.  $3.610.000.000 / 9.784.541.000 = \%37$  gibi bir oran ortaya çıkmaktadır ve bu oran firmanın hisse senedi alım-satımının yapılmasının uygun olmadığını göstermektedir.

Katılım bankaları, 2015 yılı içinde piyasadaki dalgalanmalardan dolayı firmaların piyasa değeri olarak; incelemeye esas olan gündeki piyasa değerini değil inceleme dönemindeki yıllık ağırlıklı piyasa değerini alarak, bu oranda ki aşırı oynaklığın önüne geçmeyi amaçlamıştır.

### c. Faiz getirili nakit ve menkul kıymetler / Piyasa değeri < %30

Faiz getirili nakit ve menkul kıymetlerden kasıt, firmanın kasasındaki nakitleri faizli alanlarda değerlendirmesi ve buradan bir getiri elde etmesidir. Bu işlemler TMS'de (Türkiye Muhasebe Standartları) farklı muhasebe skontlarında kaydedilmektedir. Firmalar elde etmiş olduğu nakitleri bankaya yatırarak mevduat ya da repo yaparak bir getiri elde ederler. Bu getirileri firmalar 102 bankalar hesabında parayı gösterip, elde ettikleri getirileri 642 faiz gelirleri kalemlerinde muhasebeleştirirler. 102 Bankalar kalemindeki mevduat veya repo işlemi hesaplamaya dahil edilir, bu kalemden gelen faiz gelirleri ise %5'lik kriterde dikkate alınarak hesaplamaya dahil edilir. Firmalar kasadaki nakit paralarını 11 no'lu menkul kıymetler kaleminde yer alan 110 hisse senetleri, 111 özel kesim tahvil senet ve bonoları ve 112 kamu kesimi tahvil senet ve bonolarında değerlendirerek menkul kıymet getirisi elde etmeye çalışırlar. Hisse senetleri kaleminde, faizsiz finans (Katılım Bankacılığı) kriterlerini sağlayan uygun hisse senetlerinden elde edilen gelirler bu kalemdeki toplam tutardan çıkartılır. Hisse senetleri getirileri ise gelir tablosunda 645 menkul kıymet satış kârları ya da 655 menkul kıymet satış zararları kalemine kaydedilmektedir. Bu kalemde uygun olmayan hisse senetlerinden elde edilen kâr ise %5'lik kriterde dikkate alınarak hesaplamaya dahil edilir. Kaldı ki firmaların çok azı nakitlerini hisse senetlerinde değerlendirmektedir. Genellikle firmalar nakitlerini bankada mevduat olarak tutmakta ya da repo yapmaktadırlar. 111 ve 112 no'lu muhasebe kalemlerine kira sertifikaları da kaydedilebilmektedir. Dolayısıyla bu kalemdeki tutardan kira sertifikası tutarı çıkartılır, elde edilen tutar faiz getirili nakit ve menkul kıymet kalemine eklenir. Tahvil-bonodan elde edilen faiz geliri 642 no'lu faiz geliri kalemine, vadesini beklemeden menkul kıymetlerin elden çıkarılmasından kaynaklanan getiriler alım-satım kâr zararına göre 642 faiz gelirleri, 645 menkul kıymet satış kârları veya 655 menkul kıymet satış zararları kalemlerinde muhasebeleştirilir. Buradaki faiz tutarları ise yine %5'lik faiz kriterinde dikkate alınarak hesaplamaya dahil edilir. Ayrıca belli şartlar dahilinde tahvil-bonoların kupon faiz gelirleri ise 108 diğer hazır değerler kalemine dahil edilerek muhasebeleştirilir. Buradaki kalem de ayrıca hesaplamada dikkate alınmalıdır. 120 Alıcılar ve 121 alacak senetleri kalemi ise, 320 satıcılar ve 321 borç senetleri kaleminde olduğu gibi ortada gerçek bir ticari mal alım-satımı olması, senet kısmındaki detayların ise bilanço ve bilanço dipnotlarından anlaşılabilmesi nedeniyle hesaplamaya dahil edilmemektedir.

Yukarıda anlatılan kurallar ışığında Arçelik hisse senedine bu kriter uygulandığında; nakit ve nakit benzeri kalemlerin hepsinin (10-11 no'lu kalemlerin toplamı) bankalar, tahvil-bono ve repo kalemlerinde değerlendirildiğini farz ederek hesaplama yaparsak:  $1.621.221.000 / 9.784.541.000 = \%16,5$  oranı ile "Faiz getirili nakit ve menkul kıymet / Piyasa değeri < %30" kriterinin çok aşağısında kaldığı için, bu kriter rahatlıkla tutmaktadır. Ancak bu hesaplama-

yı sağlıklı yapabilmek için bilanço dipnotlarından ya da firmanın yatırımcı ilişkilerinden ilgili kalemler öğrenilerek net oran bulunmaya çalışılabilir. Bu kısımlarda bahsedilen faiz geliri hesaplamaları ise d maddesinde anlatılacaktır.

#### **d. Faaliyet alanları kısmında fıkhen uygun olmadığı belirtilen faaliyetlerden elde edilen gelir / Toplam gelir < %5**

Arçelik firmasının asıl faaliyet alanı beyaz eşya üretimi ve satışı olduğu için bunun dışında yapılan iş ve işlemler faaliyet alanı dışında olmaktadır. Bu faaliyet alanları faizsiz finans kurallarına uygun olabilir veya olmayabilir. Firmanın faaliyet alanı dışında yapacağı işlemler sonucu; bankalardan elde edilen mevduat faizleri, tahvil-bono alımlarından elde edilen kupon gelirleri veya vadesinden önce menkul kıymetin satışından kaynaklanan gelirler, AAOIFI kurallarına uygun olmayan hisse senetleri alım-satım kârları veya bu hisse senetlerinin temettü yani firma ortaklarına ödenen kârpayı gelirleri uygun olmayan gelir olup, bu gelirler toplam gelirin %5'ini aşmaması gerekmektedir. Gelir tablosuna baktığımızda faiz gelirleri kalemleri toplamı : 642 faiz gelirleri, 645 menkul kıymet satış gelirlerini yukarıdaki gelir tablosunda finansman gelirleri olarak kaydedildiğini düşünürsek;

$476.126.000 / (12.514.033.000 + 476.126.000 + 16.264.000) = \%3,65$  ; bu oran %5'in çok altında olduğu için firmanın hisse senedinin alım-satımı noktasında uluslararası standartlara göre bir sakınca gözükmemektedir.

Tabi hesaplanan oranlar belirlenen fıkhi oranlara çok yaklaştığında hesaplamaların çok daha detaylı yapılmasında fayda vardır. Bu durumda ayrıntılı gelir tablosu ve bilançolara bakılmalıdır. Hesaplamaları yaparken arındırmalar da yapılmalıdır. Firmanın iştirak ya da bağlı ortağı olabilir. Bu durumda ana firma bu ortak olduğu firmadan belli bir tutarda temettü geliri elde ettiğinde gelir tablosunda 640 iştiraklerden temettü geliri (firmanın %10-49 oranında sahibi) ya da 641 bağlı ortaklardan temettü geliri (%50 ve üzeri oranında firmanın sahibi olması durumu) hesaplarına gelir kaydedilir. Ortak olunan firmanın yaptığı işlemler neticesinde elde ettiği gelirlerdeki faiz gelirlerinin toplam gelirlere oranı bazında verdiği temettüden düşülmeli ve faiz gelirleri içine dahil edilerek %5'lik faiz oranı hesaplanmalıdır. Aynı durum hisse senetleri kaleminde takip edilen firmaların vermiş olduğu temettü gelirleride buradaki hesaplama doğrultusunda yapılmalıdır.

Firmanın türev ürünlerden elde etmiş olduğu kazançlarda uygun olmayan gelirler arasına dahil edilmelidir. Katılım bankalarından yapılan forward işlemi, firmanın yapmış olduğu türev ürün işlemlerinden ayrıştırılmalıdır.

#### e. Bilançodaki Borçluluk Oranı (%30)

Bu oran “Toplam faizli krediler/Piyasa değeri” oranının alternatifi olarak görülebilir. Zira firmaların piyasa değeri sürekli değiştiğinden, bu oran da her işlem günü için değişiklik göstermektedir. Piyasaların zor dönemlerden geçtiği ve dalgalı olduğu dönemlerde firma değerleri olması gerekenden daha fazla düşebilir, bu durumda da oran olması gereken makul değerlerden daha yüksek çıkabilir. Böyle durumlarda piyasa değeri yerine firmaların aktif büyüklükleri dikkate alınabilir. Firmaların aktif büyüklükleri üç ayda bir açıklanan bilançolara göre değişmesi, piyasa değeri gibi çok dalgalı olmaması nedeniyle, daha kabul edilebilir bir oran hesaplaması ortaya çıkarabilmektedir. Bu oranı Arçelik içinde uyguladığımızda b maddesinde uygulanan orana göre farklı bir oran çıkacaktır. Arçelik firmasının aktif büyüklüğü 2014 yılı 12 aylık bilançoda 12.395.005.000 TL'dir. Firma borçları ise, faizli krediler dikkate alındığında yaklaşık 3.610.000.000 TL'dir. Bu iki rakamı birbirine oranladığımızda oran %29,15 olarak hesaplanmaktadır. Bu oran, firma hisse senetlerinin alım-satım yapılmasının uygun olduğunu göstermektedir. Oranın belirlenen tavan limit oranına çok yakın olması nedeni ile firmanın faizli kredileri net olarak hesaplanmalı, katılım bankalarından kullanılan tutarlar ve finansal kiralama giderleri bilanço dipnotlarına bakılarak toplam kredilerden düşülmeli, tahvil- bono gibi faizli menkul kıymet ihraçları toplam borçlara eklenmelidir. Bu işlemleri uygulayarak net oranı hesaplamış oluruz.

## Örnek 2:

TÜRK HAVA YOLLARI ANONİM ORTAKLIĞI THYAO, (Bilanço)-2014 (Bin)	
<b>AKTİF</b>	
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>6.564.848.184</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.473.508.453
Finansal Yatırımlar	200.932.718
Ticari Alacaklar	1.057.335.073
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklar	
Diğer Alacaklar	2.780.138.892
Türev Araçlar	353.543.745
Stoklar	452.228.491
Peşin Ödenmiş Giderler	138.866.880
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	18.570.204
Diğer Dönen Varlıklar	89.723.728
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>25.310.758.878</b>
Finansal Yatırımlar	2.664.861
Ticari Alacaklar	
Diğer Alacaklar	2.454.780.090
- İlişkili Olmayan Taraplardan Diğer Alacaklar	2.454.780.090
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	525.582.579
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	82.560.000
Maddi Duran Varlıklar	21.335.501.851
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	194.258.895
- Şerefiye	28.799.966
- Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	165.458.929
Peşin Ödenmiş Giderler	715.410.602
<b>TOPLAM AKTİF</b>	<b>31.875.607.062</b>
<b>PASİF</b>	
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>8.505.344.748</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	1.421.172.095
Diğer Finansal Yükümlülükler	44.261.101
Ticari Borçlar	1.538.601.047
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	296.516.690
Diğer Borçlar	165.560.060
Türev Araçlar	990.806.416
Ertelenmiş Gelirler	22.095.569
Yolcu Uçuş Yükümlülükleri	3.242.625.728
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	1.860.231
Kısa Vadeli Karşılıklar	170.056.123
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	133.462.891
- Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	36.593.232
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	611.789.688
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>14.215.859.184</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	12.333.917.978
Ticari Borçlar	3.472.514
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Borçlar	
Diğer Borçlar	33.177.620
Ertelenmiş Gelirler	32.930.871
Uzun Vadeli Karşılıklar	294.422.303
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	294.422.303
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.517.937.898
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>9.154.403.130</b>
<b>ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>9.154.403.130</b>
Ödenmiş Sermaye	1.380.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	1.123.808.032
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-20.415.807
- Tanımlanmış Emeklilik Paylarındaki Aktüeryal Kayıplar	-20.415.807
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	1.938.817.944
- Yabancı Para Çevirim Farkları	2.367.369.791
- Riskten Korunma Kazanç/Kayıpları	-428.551.847
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	59.372.762
Geçmiş Yıllar Kârları/Zararları	2.853.560.663
Net Dönem Kârı/Zararı	1.819.259.536
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>31.875.607.062</b>

<b>TÜRK HAVA YOLLARI A.O. / THYAO, Kâr veya Zarar Tablosu - 2014 (Bin)</b>	
Hasılat	24.157.801.405
Satışların Maliyeti (-)	-19.812.624.371
<b>BRÜT KÂR/ZARAR</b>	4.345.177.034
Genel Yönetim Giderleri (-)	-598.748.595
Pazarlama Giderleri (-)	-2.462.255.861
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	178.577.444
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-104.192.122
<b>ESAS FAALİYET KÂRI/ZARARI</b>	1.358.557.900
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	210.887.363
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-52.200.322
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kârlarından/ Zararlarından Paylar	160.773.731
<b>FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KÂRI/ZARARI</b>	1.678.018.672
Finansman Gelirleri	980.209.225
Finansman Giderleri (-)	-397.081.094
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KÂRI/ZARARI</b>	2.261.146.803
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri (-)/Geliri	-441.887.267
- Dönem Vergi Gideri (-)/Geliri	-9.875.007
- Ertelenmiş Vergi Gideri (-)/Geliri	-432.012.260
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KÂRI/ZARARI</b>	1.819.259.536
<b>DÖNEM KÂRI/ZARARI</b>	1.819.259.536

Kaynak:www.kap.gov.tr

**a. Faaliyet alanı**

Firmanın faaliyet alanı yolcu ve kargo taşıma, yani hizmet sektörü olduğu için bu kritere uygunluk göstermektedir. THY yurtdışı uçuşlarda veya yurtiçi uçuşlarda yolculara alkol-lü içki servisi yapmaktadır. Bazı danışma kurulu üyeleri sırf bu hizmetin yapılması nedeni ile fıkhen uygun olmadığını dile getirmektedirler. Bazı danışma kurulu üyeleri ise firmanın faaliyet alanı bu olmadığı için ve bu servis hizmetini para kazanmaktan ziyade piyasa kuralları çerçevesinde müşterilerine sunması gerekçesi ile bu uygun olmayan servisi gözardı etmişlerdir. Tabii bu hizmetten kazanılan gelir ile diğer uygun olmayan faaliyetlerden elde edilen gelirlerin toplamının %5 kuralına takılması durumunda, bu hisse senedinin alım-satımı mevcut kurallar çerçevesinde uygunluk göstermemektedir.



### **b. Toplam faizli krediler / Piyasa değeri < %30**

Firmanın piyasa değeri :  $9,60 \times 1.380.000.000 = 13.248.000.000$  TL'dir. 9,60 rakamı hesaplama günündeki hisse fiyatını göstermektedir. Danışma kurulu üyeleri 2015 yılı ortasında alınan karar ile baz alınacak hisse fiyatı, 2014 yılı ortalama fiyatı olacağı için, cari 9,60 rakamı yerine 2014 yılı ortalama fiyatı yazılması gerekir. Ortalama fiyat için iki yöntem izlenebilir. Birincisi, 2014 yılı içerisinde ki her işlem günü kapanış fiyatının toplamını, toplam işlem günü sayısına bölünerek bulunabilir. İkincisi, her günün işlem fiyatını o günkü işlem miktarı ile çarpıp 2014 yılı toplam işlem hacmi bulunur. Bu toplam işlem hacmide 2014 yılı toplam işlem miktarına bölünerek baz alınacak ağırlıklı ortalama fiyat bulunur. 1.380.000.000 rakamı ise sermaye miktarı yani hisse adedini göstermektedir. Ayrıca işlem fiyatı üzerinden ortalamalar hesaplanırken o yıl içerisindeki sermaye artırımları dikkate alınmalıdır; çünkü fiyatlar hisse bölünmeleri nedeni ile değişmiş olabilir. Bu nedenle, ya geçmişe dönük düzeltilmiş fiyatların ortalaması alınmalı veya günlük piyasa değerlerinden ortalama fiyat bulunmalıdır.

Firmanın 2014 yılı özet bilançosundan kısa ve uzun vadeli borçlarının toplamı (ticari borçlar hariç);  $12.333.917.978 + 1.421.172.095 = 13.755.090.073$  TL'dir. Bu tutarı mevcut piyasa değerine uygularsak, firmanın %100'ün üzerinde borçlu ve faizli kredi ile çalıştığı gözükür. Bu durumda kısa ve uzun vadeli borçların alt kırımlarına gitmekte fayda vardır. Ayrıca firmanın faaliyet raporundaki dipnotlar ile katılım bankalarından alınan krediler ve finansal kiralama tutarlarına bakılır. Bu iki tutar mevcut borçlardan düşülür. Bilanço dipnotlarına bakıldığından firma ortalama %80-85 oranında borçlanmalarını finansal kiralama üzerinden gerçekleştirmektedir. Finansal kiralama borçları uzun vadeli olduğu için geçmiş dönemin rakamları sonraki dönemlere aktararak gelmektedir. Toplam finansal kiralama borçları faizli kredilerden düşülerek, bu oranın hesaplanması yapılmalıdır. Yaklaşık 14 milyar TL borçtan %80 finansal kiralama borçları çıkarıldığında, firmanın yaklaşık 2.8 milyar TL borcu faizli krediler olarak hesaplanabilir. Tabi bu tutardan katılım bankalarından kullanılan krediler de düşüldüğünde faizli krediler miktarı daha da düşecektir. Ancak katılım bankalarından kullanılan kredilerin hesaplamasını yapmadan mevcut bulunan rakamlar ile hesapladığımızda firmanın bu oranı ( $2.800 / 13.250 = 0,21$ ) yaklaşık %21 çıkmaktadır. TYH firması bu kriteri sağlamaktadır.

### **c. Faiz getirili nakit ve menkul kıymetler / Piyasa değeri < %30**

Firmanın nakit ve menkul kıymetler tutarı yaklaşık 1.673.000.000 TL gözükmektedir. Bu tutardan ayrıntılı gelir tablosuna bakıp, 101 alınan çekler, 102 bankalar kaleminde katılım bankalarında değerlendirilen tutarlar ile 111 veya 112 no'lu menkul kıymet kalemlerindeki kira sertifikaları tutarları düşüldükten sonra ortaya çıkan tutara bu oran uygulanmalıdır. Ancak bu kadar çalışmaya girmeden mevcut rakamlarla hesaplandığında bu oran yaklaşık %13 çıkmaktadır ki, detaylara girmeyi gerektiren bir durum olmadığından firma bu kriteri uymaktadır.

#### **d. Faaliyet alanları kısmında fıkhen uygun olmadığı belirtilen faaliyetlerden elde edilen gelir / Toplam gelir < %5**

Firmanın toplam gelirleri (faiz ve satış gelirleri) yaklaşık 25 milyon TL, finansman gelirleri ise bir milyon TL'dir. Firmanın bu oranı, bulunan rakamlarla %4 hesaplanmaktadır ve belirlenen %5'lik kriterin altında kaldığı için hisse senedi alım-satımına bir engel teşkil etmemektedir.

#### **e. Bilançodaki Borçluluk Oranı (%30)**

Bu oranda piyasa değeri yerine aktif büyüklük alındığından dolayı THY'nin aktif büyüklüğüne bakmamız gerekmektedir. Bu durumda firmanın aktif büyüklüğü yaklaşık 31 milyar TL olduğu için bu oranı çok rahatlıkla tutturmaktadır.

Bu uygulamalar önceden belirtildiği gibi mevcut piyasa uygulamaları olup, bu oranlara, yorumlara veya şirket içindeki kısmi faaliyetlere muhalif olan fıkıh âlimleri olabilir. Burada ana amaç danışma kurulları tarafından genel olarak kabul edilmiş mevcut piyasa uygulamaları konusunda yazılı bilgi paylaşımında bulunmaktır.

#### **4.2.5 Katılım Bankalarında Hisse Senedi İşlemleri**

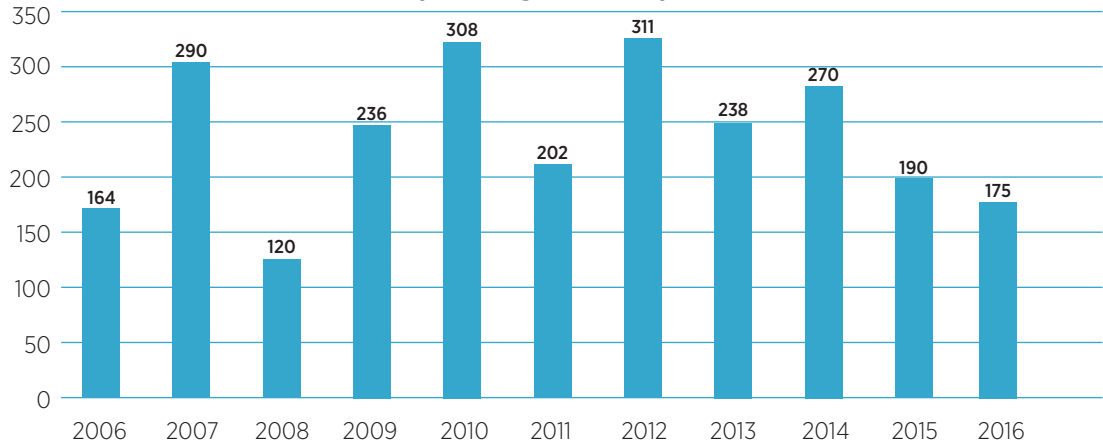
Hisse senedi alım-satım işlemleri Sermaye Piyasası Kanunu (SPK) gereğince aracı kurumlar üzerinden gerçekleştirilmektedir. SPK kanunu uyarınca bankaların ve katılım bankalarının hisse senetleri ile ilgili borsa içi veya OTC (tezgahüstü) piyasalarda yer alan alım-satım, birleşme, devralma işlemlerini yapma yetkisi yoktur. Dolayısı ile katılım bankaları hisse senetleri ile ilgili işlemleri sadece aracı kurumlar üzerinden acentelik kapsamında yapabilmektedir. Katılım bankaları bu işlemleri yeni SPK kanunu doğrultusunda emir iletimine aracılık yetki belgesi kapsamında yapacaktır. Bankaların ana faaliyet konuları bu işlemler olmadığı için, bu faaliyetler bankaların kendi iştirakleri olan aracı kurumlar üzerinden gerçekleştirilmektedir. Aracı kurum sahibi olmayan bankalar da başka aracı kurumlar ile anlaşarak bu işlemleri gerçekleştirmektedir. Banka iştiraki aracı kurumlar yatırım danışmanlığı, her türlü hisse alım-satım işlemleri, foreks işlemleri, kredili hisse senedi alım-satım işlemleri, tahvil-bono, hisse senedi gibi menkul kıymet halka arz işlemleri yaparak şirket faaliyetlerini yürütmektedirler. Katılım bankaları aracı kurum kurduğunda, bu işlemlerden hisse senedi alım-satım işlemlerinin sadece belli bir kısmını, kira sertifikaları halka arz işlemlerini (ayrıca uygun olan hisse senetleri) ve ilave olarak devralma, birleşme gibi konularda danışmanlık işlemlerini yapabilecektir. Aracı kurumların diğer yaptığı işlemleri ise faizsiz finans ilkelerine uygun olmaması sebebi ile yapamayacaktır. Beşinci bölümde anlatılacak sermaye piyasası aracı olan yatırım fonları alanında da katılım bankaları hemen hemen hiç faal değildir. Sadece devletin BES'e olan %25'lik katkısından dolayı bu alanda ciddi bir büyüme gö-

rılmaktadır. Bu nedenle mevcut sermaye piyasası faaliyetleri içerisinde katılım bankalarının bir aracı kurum kurup, bu aracı kurumu faizsiz finans ilkelerine göre işletip kâr elde edebilmesi çok zor gözükmektedir. Konvansiyonel aracı kurumlar arasında kaldıraçlı foreks, vadeli kontrat (futures), kredi kullandırım işlemlerinde aktif olanlar dışında faaliyet kârı elde eden çok az aracı kurum vardır. Bu nedenle katılım bankalarının 2017 yılı şartları içerisinde bir aracı kurum kurup, bu piyasalarda aktif faaliyet göstermesi, sadece itibar amaçlı bir faaliyet olmanın ötesine geçemeyecektir. Her katılım bankası farklı aracı kurumlarla çalıştığı için, bu işlemlerin tek bir aracı kurumda toplanması piyasa mantığı açısından imkânsız gözükmektedir.

Hisse senetleri işlemlerinin katılım bankaları nezdinde kısıtlı olarak yapılmasının nedenlerini kısaca özetleyecek olursak; BİST bünyesinde yer alan hisse senetlerine baktığımızda toplam piyasa değeri 2016 sonu itibarı ile yaklaşık 175 milyar dolardır. Yıllar itibarı ile Borsadaki şirketlerin piyasa değeri seyri tablo 4.1'de gösterilmiştir. Türkiye son on yılda hemen hemen her yıl istikrarlı büyümesine rağmen BİST hisse senetleri piyasası çok dalgalı bir seyir izlemiştir. Yıllar itibarı ile istikrarlı büyüyen bir ekonomide borsanın ve borsadaki şirketlerinde büyümesi gerekmektedir ki güvenli bir ortam oluşsun ve borsaya yatırımcı çekilebilsin. Ancak 2000 yılından bu yana Borsa'daki yatırımcı sayısında ülke nüfusunun yıllar itibarı ile büyümesine ve eğitim seviyesinin artmasına rağmen artış sağlanamamıştır. Bu durum piyasaya olan güvensizliğin bir göstergesi olarak ifade edilebilir. Genel olarak muhafazakâr yatırımcı belirsiz, istikrarsız ve güvensiz yatırım ortamlarından imtina eder, piyasa ve hisse senetlerine ilişkin bilgi düzeyi de yetersizse borsadan uzak durmayı tercih eder.

**Tablo 4.1: BİST hisse senetleri piyasa değerleri**

**Borsa İstanbul Hisse Senetleri Piyasa Değerleri (Milyar \$)**



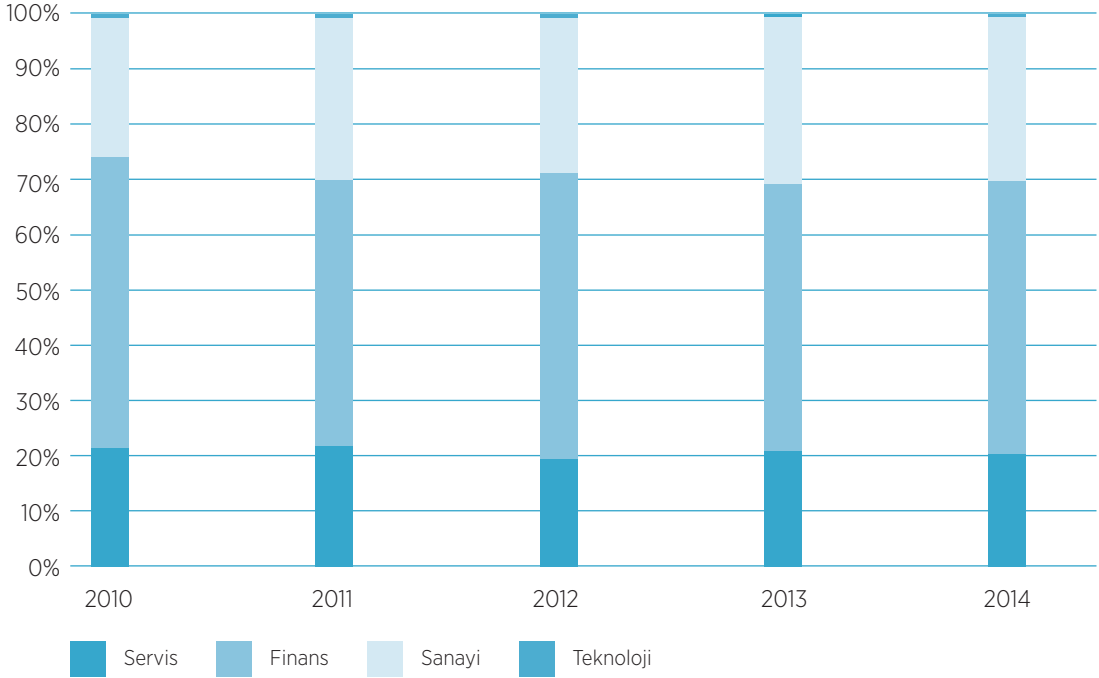
*Kaynak: Borsa İstanbul*

Faizsiz finans esaslarına uygun olan hisse senetleri kriteri piyasadaki mevcut hisse senetlerine uygulandığında, BİST'e kote olan bankalar gibi birçok büyük kurum sadece faaliyet alanı yönünden alım-satım kriterine uymayarak müşterilerin hisse senedi alım-satım hizmetine konu edilememektedir. Diğer AAOIFI kriterleri de uygulandığında müşterilerin alım-satım yapabileceği hisse senetlerinin toplam piyasa değeri, mevcut piyasa değerinin yarısından daha fazla azalmaktadır. Adet olarak bakıldığında ise BİST'e kote olan 417 hisse senedinden 100-120 adet hisse senedi alım-satımına konu edilecek şekilde kalmaktadır. Bu kıstaslara uyan hisse senetlerinin halka açıklık oranları da dikkate alındığında (genellikle şirketler hisselerinin ortalama %25'ini halka arz etmektedir), alım-satımı yapılabilecek hisse senetlerinin değersel büyüklüğü daha da çok azalmaktadır.

Aşağıdaki tablo 4.2'de sektörel olarak firmaların piyasa değerlerinin tüm piyasa içindeki oranlarını göstermektedir. Finansal sektör yani bankaların borsa içindeki payı yıllar itibarı ile payını korumuş olup, toplam piyasa büyüklüğünün yaklaşık yarısının bankalardan oluştuğu görülmektedir, bu oran 2015 ve 2016 yılında da pek değişmemiştir. Faaliyet alanları nedeni ile bu hisse senetlerinin alım-satımının yapılması faizsiz finans ilkeleri doğrultusunda caiz değildir. Sadece bankacılık faaliyet alanı kriteri uygulandığında bile faizsiz finans sistemine uygun hisse senetlerinin alım-satım yapılabileceği hisse senetleri piyasa değeri yaklaşık 110 milyar dolara gerilemektedir ki, buda BİST hisse senetleri piyasa değerinin %35-40 oranına tekabül etmektedir. Borçluluk oranı, %5 faiz geliri kriterleride uygulandığında, piyasa değeri 100 milyar dolardan daha da aşağı inmektedir. Bu şirketlerin piyasada alım-satımına konu olacak halka açık hisse senetleri payıda dikkate alındığında (ortalama %25'ten hesaplanırsa) toplam alınıp satılabilecek hisse senetlerinin değeri 25 milyar doların da altına düşmektedir. 80 milyon nüfuslu, yabancı yatırımcı çekmek isteyen büyüyen bir ekonomide 20-25 milyar dolar bile çok az bir tutardır. Sadece katılım bankalarının değil, diğer sektör oyuncularının da bu alanda aktif olabilmesi için, bu tutarın muhakkak surette artırılması gerekmektedir. Yatırımcının güvenini kazanacak, katılım bankalarının destekleyebilecekleri piyasaya kote olabilecek firmaların sayısında ciddi artış olmalıdır. Aksi halde 2001'den 2015 yılına kadarki ekonomik büyümenin sermaye piyasalarına yeterince yansımaması durumu maalesef devam edecek gibi gözükmektedir. Kaldı ki son 10 yıllık borsa verilerinin artış yönünde değilde çok değişken olarak artış ve azalış yönünde dalgalı olması da bunun bir göstergesi olarak görülebilir.

**Tablo 4.2: BİST – Sektör bazında piyasa değeri**

**Sektör Bazında Piyasa Değeri**



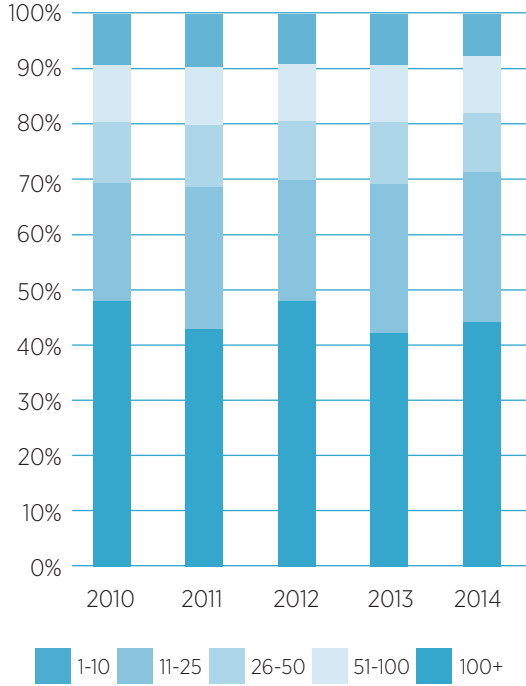
Kaynak: Borsa İstanbul

Şirketlerin alım-satım sonucu oluşan işlem hacimleri de dikkate alındığında işlem yapılabilir şirket sayısı katılım bankaları müşterileri için daha da düşmektedir. Çünkü piyasa derinliği olmayan hisse senetlerinde işlem yapmak hem çok riskli hem de katılım bankalarının veya ortak olarak çalıştığı aracı kurumun elde edeceği komisyon geliri çok düşük kalacaktır. Katılım bankalarının elde edeceği gelirler ağırlıklı olarak hisse senetleri işlem komisyonları ile beraber kira sertifikası ihraç gelirlerine veya danışmanlık ücretlerine dayanacaktır. Hisse senetlerinde az işlem olursa katılım bankaları az komisyon geliri elde edecek, dolayısıyla gelir elde edilemeyen bir alanda faaliyet göstermek ticari anlamda pek rasyonel olmayacaktır. Aşağıdaki tablo 4.3 incelendiğinde hisse senetlerinin işlem hacimlerinin ağırlıklı olarak banka hisseleri üzerinden gerçekleştiği görülmektedir. Borsaya kote 400'ün üzerinde hisse senedi bulunmasına rağmen piyasa değerinin %70'i 25 hisse senedinden

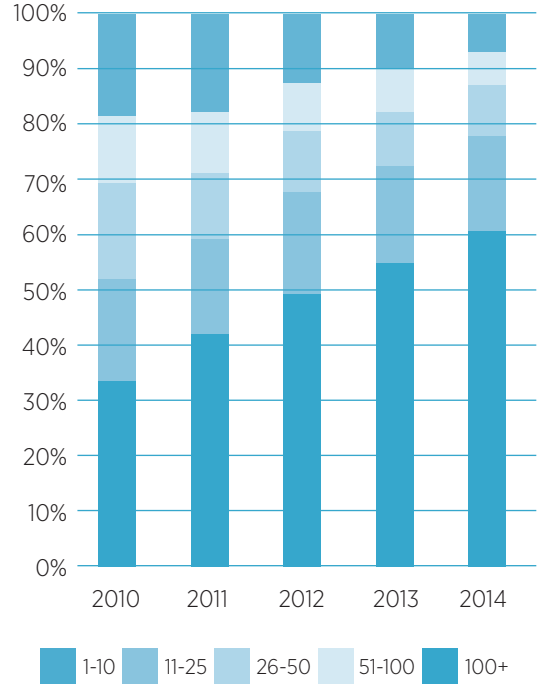
oluşmaktadır. İşlem hacimleri yani hisse senedi günlük alım-satım tutarları incelendiğinde, hacmin %75'inin ilk 25 firmanın hisse senetleri üzerinden döndüğü görülmektedir. Bu oranlar piyasanın çok sığ olduğunun ve derinleşmediğinin göstergesidir. Dolayısı ile mevcut nedenlerden dolayı katılım bankalarının bu alanda yeterince aktif rol alamamalarında piyasanın katılım bankaları için elverişsiz olmasının rolü büyüktür.

**Tablo 4.3: Hisse senedi piyasa değeri ve işlem hacmi konsantrasyonu**

**Piyasa Değeri - Hisse Sayısı**



**İşlem Hacmi - Hisse Sayısı**



Kaynak: [www.tspakb.org.tr](http://www.tspakb.org.tr)

Katılım bankalarının bu piyasada daha aktif rol alabilmesi için ülkemizin finansal piyasaları gelişmiş ülke düzeyindeki finansal piyasalar seviyesine kavuşması gerekmektedir. BİST'e kote olmuş üretime, reel sektör hizmetine dayalı orta ve büyük ölçekli firmaların sayısında ciddi şekilde artışlar olmalıdır. Hisse senedi yatırımcısının seçme imkânları artsın, büyüyen iyi yönetilen firmaları seçebilsin ki, önündeki alternatif seçenekler kısıtlanmasın. Ayrıca

bu firmalar büyümeye ve gelişmeye yönelebilecek kurumsal kimliğe kavuşabilecek kaliteli firmalar olmalı ki, müşteriler yatırım yapmaktan imtina etmesin. Burada elbette katılım bankalarının da üzerine düşen bir görev vardır. Müşteri portföylerindeki böyle şirketlerin borsaya kote olmalarına ön ayak olabilirler. Amerika'daki borsaların özellikle Nasdaq'ın geçmişi batık firmalarla doludur. Küçük, gelişmeye çalışan, girişim firmalarının 10'da 7'si veya 8'i yeteri kadar büyümemekte ya da batmaktadır. Ama batmayan firmalarda Intel, Yahoo, Google vs. devasa kuruluşlar olmuşlardır. Gelişmiş ülke borsaları ile karşılaştırıldığında önemli olan, yasadışı, yolsuzluk, manipülasyon, içeriden öğrenenlerin ticareti gibi gayrimeşruluklara, kasten şirketini ve yatırımcıları dolandıran patronlara tolerans gösterilmemesidir. Maalesef ülkemizde bu nedenle caydırıcı ceza alan patron sayısının az olması veya cezalar tam olarak uygulanamadığı için, geçmişte birçok olumsuzluk yaşanarak pay piyasasının gelişmesini sekteye uğratmıştır.

Dolayısıyla geçmişteki olumsuz deneyimler sonucu sarsılan yatırımcı güveni, üçüncü köprü, havaalanı gibi kamu proje ve altyapı finansmanının bir kısmı sermaye piyasası enstrümanları ve halka arzlar yolu ile sağlanarak yeniden tesis edilebilir. Böylece yatırımcı tekrardan sermaye piyasalarına çekilebilir. Ayrıca kötü izlenimleri silmek ve bir daha oluşmaması adına BİST'e kote edilecek firmalar özenle seçilmeli ve incelenmelidir. Burada oluşturulacak sermaye piyasası araçları toplumun ve ülkenin menfaatine yol açacak şekilde dikkatlice takip edilmelidir.

Tablo 4.4: BİST'te faizsiz finans ilkelerine uygun önemli hisse senetleri (bin-TL)

Şirket Adı	Piyasa Değeri	Özsermaye	Halka Açık Piy.Değ.	Net Kâr	PD/DD
Bim Mağazalar	16.645.989	1.783.434	9.226.404	618.827	9,33
Ereğli Demir Çelik	14.340.141	12.453.042	6.720.000	1.015.558	1,15
Türk Hava Yolları	8.691.085	12.852.000	3.643.200	64.000	0,68
Ford Otosan	11.837.858	3.298.036	1.968.184	922.790	3,59
Soda Sanayii	3.091.811	2.132.831	1.216.800	428.239	1,45
Türk Traktör	4.274.995	620.169	970.248	355.693	6,89
Akçansa	2.569.525	1.158.236	452.868	297.623	2,22
Pegasus	1.497.305	1.298.184	458.179	-51.712	1,15
Tat Gıda	754.200	450.705	312.256	59.848	1,67
Logo Yazılım	1.237.531	138.962	331.500	49.311	8,91
Selçuk Ecza Dep.	1.686.000	1.811.808	312.984	243.127	0,93
Pınar Süt	705.003	586.020	256.221	79.520	1,20
Albaraka Türk	1.258.648	2.221.109	219.240	269.869	0,57
Ege Endüstri	829.348	199.761	221.054	93.913	4,15
Bolu Çimento	842.647	402.214	230.895	111.664	2,10
Good-Year	1.079.299	428.285	222.939	20.602	2,52
Tümosan Motor ve Traktör	963.803	289.643	202.872	41.227	3,33
Konya Çimento	1.416.990	309.220	193.134	44.399	4,58
Kartonsan	729.775	286.097	198.937	10.516	2,55
Bursa Çimento	547.654	386.872	152.121	84.835	1,42
Vestel Beyaz Eşya	2.143.084	867.385	163.723	358.605	2,47
Nuh Çimento	1.465.535	1.051.726	155.817	193.615	1,39
Pınar Et Ve Un	467.745	405.617	145.866	71.224	1,15
Alkim Kimya	353.902	205.367	131.757	36.402	1,72
Akmerkez GMYO	650.565	207.070	127.309	76.283	3,14
Hektaş	246.649	129.205	112.587	34.200	1,91
Çemtaş	210.869	202.274	98.946	24.587	1,04
Ege Seramik	304.250	234.801	75.480	30.575	1,30
Alcatel Lucent Teletaş	246.998	100.430	110.599	39.907	2,46
Erbosan	174.603	151.624	89.523	21.446	1,15
Kütahya Porselen	211.825	246.671	63.316	41.296	0,86



Şirket Adı	Piyasa Değeri	Özsermaye	Halka Açık Piy.Değ.	Net Kâr	PD/DD
<b>Türker Proje Gay. ve Yat. Gel.</b>	276.286	141.165	63.766	2.216	1,96
<b>Teknosa</b>	615.933	-73.050	47.795	-243.633	-8,43
<b>Alarko Carrier</b>	419.900	325.769	63.202	32.842	1,29
<b>Kristal Kola</b>	67.150	69.115	54.346	4.507	0,97
<b>Bosch Fren Sistemleri</b>	373.885	48.570	51.188	12.046	7,70
<b>Orge Enerji Elektrik</b>	87.594	54.257	50.968	19.950	1,61
<b>Aslan Çimento</b>	2.880.834	276.849	59.451	62.857	10,41
<b>Metro Petrol ve Tesisleri</b>	175.760	135.775	58.230	8.085	1,29
<b>Denizli Cam</b>	81.671	57.937	38.817	-6.139	1,41
<b>Olmuksan-IP</b>	279.224	259.389	33.881	2.633	1,08
<b>Akın Tekstil</b>	232.816	401.783	29.648	75.542	0,58
<b>Temapol</b>	129.187	18.384	15.543	3.033	7,03
<b>Despec Bilgisayar</b>	89.867	49.615	27.181	5.010	1,81
<b>Flap Kongre Toplantı Hiz.</b>	33.120	48.228	29.700	6.870	0,69
<b>Çimbeton</b>	64.967	40.581	29.599	1.572	1,60
<b>Marshall</b>	345.035	108.279	28.640	1.889	3,19
<b>İzocam</b>	638.634	152.904	30.668	21.464	4,18
<b>Yeşil Yapı</b>	179.261	373.840	34.906	216.906	0,48
<b>Ulusoy Elektrik</b>	287.688	114.095	28.116	19.683	2,52
<b>Kron Telek.</b>	47.582	22.986	27.007	5.910	2,07
<b>Konfrut Gıda</b>	80.451	65.404	25.657	9.600	1,23
<b>Jantsa Jant Sanayi</b>	222.895	127.079	31.915	16.401	1,75
<b>F-M İzmit Piston</b>	198.978	34.070	24.128	11.751	5,84
<b>Milpa</b>	118.200	122.236	19.013	22.375	0,97
<b>Acıselsan Acıpayam Selüloz</b>	42.834	15.416	17.717	624	2,78
<b>Kent Gıda</b>	4.366.376	330.347	18.299	2.547	13,22
<b>Prizma Pres Matbaacılık</b>	36.528	38.865	25.392	1.123	0,94
<b>Plastikkart</b>	59.750	37.006	20.623	3.360	1,61
<b>Çimentaş</b>	792.196	1.025.736	15.611	75.118	0,77
<b>İntema</b>	81.014	15.654	15.090	-10.323	5,18

Şirket Adı	Piyasa Değeri	Özsermaye	Halka Açık Piy.Değ.	Net Kâr	PD/DD
<b>Gediz Ambalaj</b>	32.954	35.607	12.541	1.656	0,93
<b>Akdeniz Güvenlik</b>	101.101	66.821	14.756	7.048	1,51
<b>Sanel Mühendislik</b>	25.606	22.131	10.416	355	1,16
<b>Dentaş Ambalaj</b>	0	80.614	9.604	-2.851	0,00
<b>Uyum Gıda</b>	219.358	48.203	4.668	-1.496	4,55

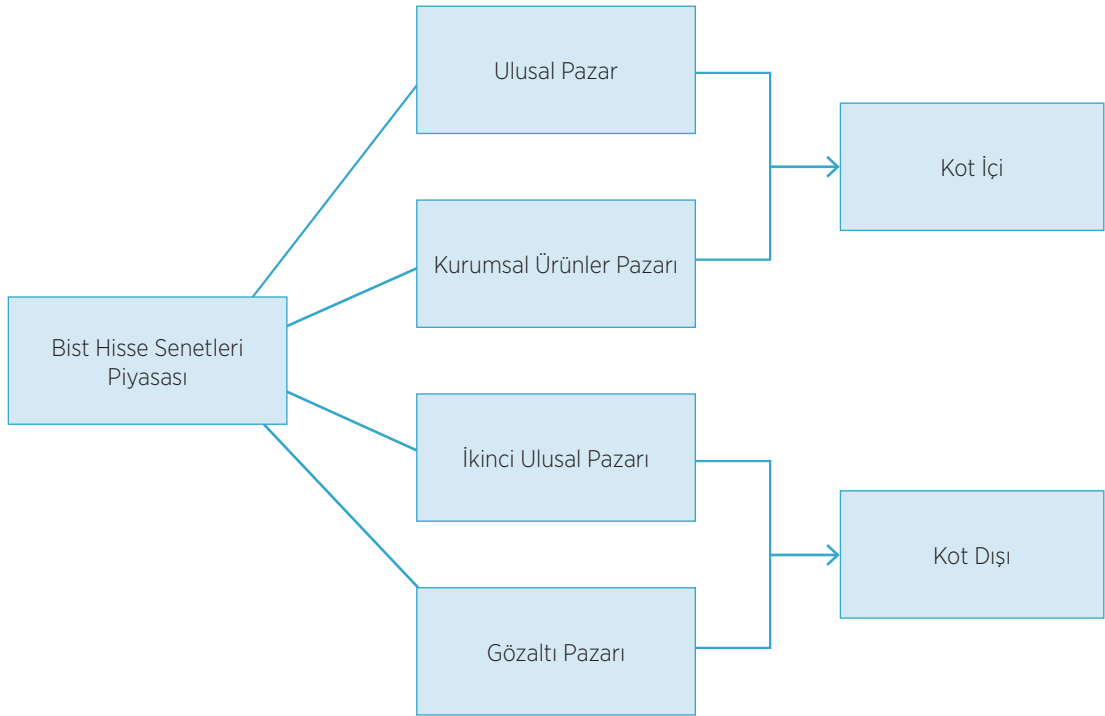
Kaynak: Bizim Menkul Değerler (BMD), Katılım Endeksi, 2016

BİST'te kote olan ve faizsiz finans kriterlerine uyan ulusal endeks hisse senetlerinin piyasa değerleri ve halka açıklık piyasa değerleri dikkate alındığında katılım bankaları için pay piyasasının ne kadar sığ olduğu rahatlıkla görülebilmektedir. Toplam alım-satım konu edilebilir hisse senetlerinin 40-50 milyar TL olması, Türkiye gibi bir ülkede sermaye piyasalarının yeteri kadar gelişmediğinin ve derinleşmediğinin açık göstergesidir. Ayrıca şirket değerleri ya da sayısı BİST'in yükselişine göre sürekli değiştiği için, bu rakamların aşağı veya yukarı yönlü olma ihtimalide yüksektir. Zira Haziran 2015 yılında BİST hisse senedinin piyasa değeri 200 milyar dolardan, piyasanın negatif yönde hareket etmesinden dolayı hisse senetlerinin toplam piyasa değeri bir yıldan çok kısa bir sürede 175 milyar dolara gerilemiştir. Bu düşüş yüzünden faizsiz finans ilkelerine uygun şirket sayısı yaklaşık 120'lerden, 100'ün altına düşmesine neden olmuştur. Piyasanın kötü olması durumunda katılım bankaları için sermaye piyasalarında oyun alanı iyice daralmaktadır.

### 4.3 HİSSE SENEDİ PAZARLARI<sup>2</sup> VE ALIM-SATIM KURALLARI

Borsa İstanbul bünyesinde dört ana hisse senedi pazarı oluşturulmuştur ve bu pazarlar BİST tarafından belirlenen kriterlere göre işlemektedir.

Şekil 4.1: BİST hisse senedi piyasası



Kaynak: <http://borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar>, [Erişim Mayıs 2015]

**Ulusal Pazar**, BİST'in en büyük pazarı olup kotasyon kriterlerini sağlayan şirketlerin hisse senetleri işlem görmektedir. Bu piyasadaki hisse senetleri yukarıda bahsedilen faizsiz finans kriterleri sağladığı sürece alım-satımında fiikhen hiçbir sıkıntı gözükmemektedir.

<sup>2</sup> <http://www.tim.com.tr/egitim/hisse-senedi-piyasalari.pdf>, [Erişim Şubat 2015]

**İkinci Ulusal Pazar**, BİST kotasyon koşullarını sağlayamayan şirketler ile gelişme ve büyüme potansiyeli taşıyan Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (KOBİ) sermaye piyasalarından kaynak temin etmelerine olanak sağlamak, söz konusu şirketlerden Borsa Yönetim Kurulu'nca Borsa'da işlem görmesi uygun görülenlerin hisse senetlerine likidite sağlamak ve bu hisse senetlerinin fiyatlarının düzenli ve şeffaf bir piyasada, rekabet koşulları içinde oluşmasını temin etmek üzere oluşturulmuş pazardır. Aynı şekilde bu piyasadaki hisse senetleri yukarıda bahsedilen kriterleri sağladığı sürece alım-satımında fıkhen hiçbir sıkıntı gözükmemektedir.

**Kurumsal Ürünler Pazarı'nda** menkul kıymet yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları hisse senetleri, borsa yatırım fonları katılma belgeleri ve aracı kuruluş varantları işlem görmektedir. Yukarıda alım-satım kriterleri belirtilen esaslara uymayan hisse senetlerinin alım-satım işlemi yapan menkul kıymet yatırım ortaklıklarının paylarının alım-satımı uygun değildir. Faaliyet kriterine uyan ancak belirtilen finansal oranları sağlamayan gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının hisse senetleri alım-satımına konu edilemez. Temel olarak baz aldığı ürünün faizsiz finans kriterleri noktasında sıkıntı teşkil eden veya BYF (Borsa Yatırım Fonu) olarak fon içinde likidite veya masrafları karşılamak için atıl bırakılan parayı faizli finansal araçlarda değerlendiren borsa yatırım fonlarının katılma belgeleri üzerinde işlem yapılması fıkhen uygun değildir.

Varant, elinde bulunduran kişiye bir dayanak varlığı veya bir göstergesi, belirli bir tarihte, önceden belirlenmiş olan bir fiyattan satın alma veya satma hakkı veren bir çeşit vadeli işlem özelliği taşıyan sermaye piyasası aracıdır. Bu nedenle varantlar yapılandırılmış ürünler sınıfında yer alan ve menkul kıymetleştirilmiş opsiyon özelliklerini taşıyan ürünlerdir. Varant satın alan yatırımcı, ödediği bedel karşılığında bir dayanak varlığı değil, o dayanak varlığı "alma ya da satma hakkı"nı satın alır. Burada menkul bir değer veya bir malın alım-satımı yoktur. İslam hukukunda sadece satın alma hakkı diye bir şey yoktur. Ayrıca henüz mülkiyete geçirilmemiş ve bütün risklerinin iltizam edilmediği bir malın satımı da söz konusu değildir. Ayrıca sarf akdinde (altın, gümüş, döviz, TL vb. para cinsinden olan şeylerin birbirleriyle değiştirilmesinde) bedellerin peşin olması gerekir. Aksi takdirde, bedellerden birinin veresiye olması halinde, yapılan işlem faize dönüşür. Hz. Peygamber (s.a.v.), "veresiye ile veresiyenin mübadelesini yasaklamıştır" (Suyuti, el-Camiu's-Sağir, 6/330. Hadis No:9470). Buna göre varant işleminde bedeller peşin ödeme şeklinde gerçekleşmediği için bu yöntemle mal ve para (hisse senedi, döviz alım-satımı) alım-satımı caiz değildir. Ayrıca varant işleminde aracı şirket kendi komisyonunu aldıktan sonra aradan çekilmekte, alıcı ve satıcı daha önceden yaptığı akde riayet edip etmeme (yani satın alma, satma veya hem

satın alma hem de satma konusundaki hak ve yetkisini kullanıp kullanmama) hakkına da sahip olmaktadır. Bu nedenle bu tür işlemlerde baştan sona kadar belirsizlik hâkim olduğu için varant usulüyle işlem yapmak caiz değildir. Varant piyasası kaldıraçlı işlem yapan FX piyasaları gibi rağbet görmüş ve gelişme yönünde belirli bir aşama kaydetmiştir. Piyasa oyuncuları farklı hisse senetlerine, endeks veya emtialara dayalı olarak çok sayıda varant çıkarmıştır. Ancak bu varantların gerek alım-satımı gereksede aracılık yapılması faizsiz finans ilkelerine ters düşmektedir.

Varant, forward ürünündeki gibi vade sonunda hisse senetlerinin teslimi ve taraflardan birinin cayma hakkını içerecek şekilde kullanılması durumunda, danışma kurulu üyeleri konu üzerinde tartışabilirler. Ancak bu durumda bile, cayma hakkı yani taraflardan birinin cayması arada işlem den vazgeçmesi mümkün olmayan üçüncü bir taraf olmadığı müddetçe organize piyasalarda işlemesi çok zor gözükmektedir. Ayrıca vade sonunda teslimi yapılacak hisse senetlerinin veya varlıkların birebir karşılığının bulunması gerekmektedir. Fıkhi yorumlamaya başlamadan bile bu uygulamanın pratikte yapılması piyasa tekniği açısından oldukça zor gözükmektedir.

**Gözaltı Pazarı'nın (GP)** amacı; hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketler veya hisse senetleri işlemleri ile ilgili olarak olağandışı durumların ortaya çıkması; hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketler tarafından kamuoyunun zamanında, tam ve sürekli olarak aydınlatılmasına ve mevcut düzenlemelere uyulmasına gerekli özenin gösterilmemesi; yatırımcıların haklarının korunması ve kamu yararı gereği hisse senetlerinin Borsa kotundan ve/veya işlem gördüğü pazardan geçici ya da süresiz çıkarılması sonucunu doğurabilecek gelişmelerin oluşması nedeniyle şirketlerin izleme ve inceleme kapsamına alınması durumlarında sürekli gözetim, denetim ve izleme ortamında, yatırımcıların devamlı ve zamanında bilgilendirilmesini sağlayacak önlemlerle birlikte, hisse senetlerinin BİST bünyesinde işlem görebileceği organize bir pazar oluşturmak ve söz konusu şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmış tasarruf sahiplerine likidite olanağı sunmaktır<sup>3</sup>. Sonuç olarak bu piyasada da hisse senetleri işlem görmektedir ve yukarıda belirtilen kriterlere uyduğu sürece burada işlem gören firmaların hisse senetlerinin alım-satımında bir çekince olmadığı gözükmektedir. Ancak tanımdan da anlaşılacağı üzere bu pazarda işlem yapmanın riskli olması ve belirtilen kanuni kriterlere uymayan hisse senetlerinin faizsiz finans ilkelerine her ne kadar uygun olduğu gözükse de, alınıp satılması finansal risk açısından oldukça çekince olacaktır.

<sup>3</sup> <http://borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar>, [Erişim 2015]

Borsa İstanbul 2015 yılı sonunda hisse senetleri piyasasında yani pay piyasasında yukarıdaki pazar isimlerinde değişikliğe gitmiştir. Değişiklik sonucunda aşağıdaki pazarları oluşturmuştur.

**Tablo 4.5: BİST pay piyasası pazarları**

PAZAR	TANIM
<b>Yıldız Pazar</b>	Halka açık piyasa değeri 100 milyon TL'nin üstünde olan şirketler ya da BIST-100 kapsamındaki şirketlerin Borsa İstanbul bünyesinde işlem görebileceği pazardır.
<b>Ana Pazar</b>	Halka açık piyasa değeri 25 milyon TL'nin üzerinde ve 100 milyon TL'nin altında olan şirketlerin Borsa İstanbul bünyesinde işlem görebileceği pazardır. 25 milyon TL kriteri ilk defa halka arz edilen şirketler için geçerlidir ve mevcut şirketler arasında halka açık değeri 25 milyon TL'nin altında olup Ana Pazarda işlem gören şirket olabilir.
<b>Gelişen İşletmeler Pazarı</b>	Gelişme ve büyüme potansiyeline sahip, halka açık piyasa değeri 25 milyon TL'nin altında olan şirketlerin Borsa İstanbul bünyesinde işlem görebileceği pazardır. GİP'te iki yıl süreyle işlem gören şirketler Yıldız ve Ana Pazara geçiş başvurusu yapabilirler.
<b>Yakın İzleme Pazarı</b>	Belirli gelişmelerin oluşması halinde Yıldız Pazar, Ana Pazar, Gelişen İşletmeler Pazarı ve Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı'ndan çıkarılan şirketlerin paylarının Borsa İstanbul bünyesinde işlem görebileceği pazardır.
<b>Kolektif Yatırım Ürünleri Ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı</b>	Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları payları ile borsa yatırım fonları katılma belgeleri, aracı kuruluş varantları ve sertifikalar kot içi pazar niteliğindeki Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem görmektedir.
<b>Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarı</b>	Halka arz olmadan sadece nitelikli yatırımcılara ihraç yapan şirketlerin paylarının sadece nitelikli yatırımcılar arasında işlem görebileceği pazardır.
<b>Piyasa Öncesi İşlem Platformu</b>	Halka açık statüde olup, payları Borsada işlem görmeyen şirketlerden, SPK tarafından bu Platformda işlem görmesine karar verilenlerin payları Piyasa öncesi işlem platformunda işlem görecektir (eski uygulamadaki Serbest işlem platformu).

30 Kasım 2015 yılında yürürlüğe giren bu uygulama ile Ulusal Pazar ve İkinci Ulusal Pazar kaldırıldı, Yıldız Pazar ve Ana Pazar adında iki yeni pazar oluşturuldu. Yeni oluşumda Kasım 2015 itibari ile Yıldız Pazar'da 119, Ana Pazar'da 190 şirket yer almıştır. Gözaltı Pazarı'nın ismi "Yakın İzleme Pazarı", Kurumsal Ürünler Pazarı'nın ismi "Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı" olarak değişirken, Pay Piyasası bünyesinde, nitelikli yatırımcılara ihraç edilecek payların işlem görebileceği "Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarı" kuruldu. Pay Piyasası dışında yer alan Serbest İşlem Platformu'nun ismi de "Piyasa Öncesi İşlem Platformu" olarak değiştirildi. Bu pazarlarda uygulanacak faizsiz finans kriterleri önceki pazarlar için belirtilen kriterlerin aynısı olacaktır. Çünkü mevcut pazarlarda sadece isim ve uygulama değişikliğine gidilmiştir. Dolayısıyla faizsiz finans kriterlerini etkileyecek herhangi bir değişikliğe doğal olarak gidilmemiştir.

Payları Yıldız Pazar ve Ana Pazar'da işlem gören şirketlerin fiil dolaşımdaki paylarının altı aylık piyasa değeri ortalamaları dikkate alınarak yapılacak dönemsel değerlendirme çalışması sonucunda, her yılın Ocak ve Temmuz aylarında Yıldız Pazar ile Ana Pazar arasında geçiş sağlanacaktır.

**Tablo 4.6: BİST'te işlem gören faizsiz finans esaslarına uygun ilk 50 hisse senetleri**

KOD	HİSSE ADI	KOD	HİSSE ADI
AKCNS	Akçansa	KARTN	Kartonsan
AKMGY	Akmerkez GMYO	KONYA	Konya Çimento
ALBRK	Albaraka Türk	KRSTL	Kristal Kola
ALCAR	Alarko Carrier	KUTPO	Kütahya Porselen
ALCTL	Alcatel Lucent Teletaş	LOGO	Logo Yazılım
ALKIM	Alkim Kimya	MEPET	Metro Petrol ve Tesisleri
ASLAN	Aslan Çimento	MRSHL	Marshall
ATEKS	Akın Tekstil	NUHCM	Nuh Çimento
BFREN	Bosch Fren Sistemleri	OLMIP	Olmüksan-IP
BIMAS	Bim Mağazalar	ORGE	Orge Enerji Elektrik
BOLUC	Bolu Çimento	PETUN	Pınar Et Ve Un
BUCIM	Bursa Çimento	PGSUS	Pegasus
CEMTS	Çemtaş	PNSUT	Pınar Süt
CMBTN	Çimbeton	SELEC	Selçuk Ecza Deposu
DENCM	Denizli Cam	SODA	Soda Sanayi
DESPC	Despec Bilgisayar	TATGD	Tat Gıda
EGEEN	Ege Endüstri	THYAO	Türk Hava Yolları
EGSER	Ege Seramik	TKNSA	Teknosa İç ve Dış Ticaret
ERBOS	Erbosan	TMPOL	Temapol
EREGL	Ereğli Demir Çelik	TMSN	Tümosan Motor ve Traktör
FLAP	Flap Kongre Toplantı Hiz.	TTRAK	Türk Traktör
FROTO	Ford Otosan	TURGG	Türker Proje Gayrimenkul
GOODY	Good-Year	ULUSE	Ulusoy Elektrik
HEKTS	Hektaş	VESBE	Vestel Beyaz Eşya
IZOCM	İzocam	YYAPI	Yeşil Yapı

Kaynak: [http://www.katilimendeksi.org/subpage/21/endeks\\_kurallari](http://www.katilimendeksi.org/subpage/21/endeks_kurallari), [Erişim Ekim 2016]

Şu ana kadar hangi hisse senetlerin alınıp satılabileceğine dair kuralları inceledik. Her ne kadar yukarıdaki kurallara uyan hisse senetleri alınıp satılabilsede, hisse senedi alım-satım işlemi yaparken de fıkhi açıdan uyulması gereken bazı kurallar mevcuttur. Eğer bu kurallara uyulmuyorsa, hisse senetlerinin alım-satımını bu yöntemlerle yapmanın caiz olmadığı danışma kurulu üyeleri tarafından dile getirilmektedir. Örneğin piyasa şartları çerçevesinde yapılan açığa alım ve satım, kredili işlemler ve ödünç pay piyasası işlemleri fıkhi açıdan uygun görülmemektedir. Dolayısı ile bu tür işlemlerin yapılması da faizsiz finans ilkelerine göre uygun değildir.



**Açığa Satış İşlemi:** Sahip olunmayan sermaye piyasası araçlarının satılmasını ya da satışına ilişkin emrin verilmesini ifade eder. Satışa ilişkin takas yükümlülüğünün ödünç alınan sermaye piyasası araçları ile yerine getirilmesi de açığa satış sayılır. Açığa satış işlemi gerçekleştirilebilmek için emrin en baştan açığa satış emri olarak girilmesi gerekir. Gerçekleşen açığa satış işlemleri BİST günlük bültende pay bazında, her fiyat seviyesinde miktar ve sözleşme adedi belirtilerek ilan edilir.

Borsa düzenlemelerinde “Kredili Menkul Kıymet ve Açığa Satış İşlemlerine Konu Olan Menkul Kıymet Listesi”, Gözaltı Pazarı ve Serbest İşlem Platformu hariç tutularak Borsa İstanbul Pay Piyasası’nda işlem gören tüm payları ve borsa yatırım fonlarını kapsayacak şekilde belirlenmiştir. Dolayısıyla, Borsa İstanbul Ulusal, Kurumsal Ürünler ve İkinci Ulusal Pazarları’nda işlem gören paylar ve borsa yatırım fonları hem kredili hem de açığa satış işlemlerine konu olabilmektedir. Ancak, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 30.10.2014 tarih ve 31/1080 sayılı kararı gereği oluşturulan ve Borsa tarafından duyurularak 2 Ocak 2015 tarihinden itibaren uygulamaya alınan A, B, C, D düzenlemesi kapsamında C ve D listelerinde yer alan paylar, hangi pazarda işlem gördüğüne bakılmaksızın kredili işleme ve açığa satış işlemine konu olamamaktadır. Sermaye piyasası araçlarından, kredili alım ve açığa satış işlemlerine konu olacaklarla ilgili borsanın yetkili organları tarafından piyasa değeri, likidite, dolaşımda bulunan sermaye piyasası aracı sayısı, işlem sıklığı gibi hususlar dikkate alınmak suretiyle bir veya birden fazla gruba ayrılarak, listelere alınarak belirlenir. Borsada işlem görmeyen sermaye piyasası araçları kredili alım ve açığa satış işlemlerine konu olamaz.<sup>4</sup> Yani C ve D listesinde yer alan hisse senetlerinin küçük olması manipülasyona ve küçük yatırımcının dolandırılmasına açık olmasından dolayı bu hisse senetleri işlemlerinde açığa alım-satım, kredili alım gibi riskli işlemlerin yapılmasına müsaade edilmemiştir. A, B gibi kategorilerdeki şirketlerin büyük olması ve hisse senedi adedinin fazla olması, açığa alım-satım veya kredili işlemleri kullanarak hisselerin tahtasını bozmanın çok zor olması nedeni ile bu tür işlemlere kanunen izin verilmiştir. Ancak bu işlemler fıkhen uygun değildir. Örneğin Türk Hava Yolları firmasının piyasa değeri 2016 yılı için yaklaşık 12 milyar TL ve yarısı halka açık olduğu için piyasada dolaşımda altı milyar TL’lik hisse senedi olması nedeniyle, açığa alım-satım işlemleri çok uç durumlar haricinde hisse tahtasına etki etmeyecektir. Zira şirket BİST ortalamasına göre yeteri kadar büyük ve hisse tahtasında yeteri kadar derinlik mevcuttur.

<sup>4</sup> <http://borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi/kredili-islem-ve-aciga-satis>, [ Erişim Mayıs 2015]

Sahip olunmayan bir varlığın satılması fıkhi açıdan yasak olduğu için bu işlemin yapılması faizsiz finans ilkelerine göre uygun değildir. Önce varlığın sahibi olunmalı, sonra o sahip olunan varlığın satışı gerçekleştirilmelidir. Bunun aksi vekâleten yani başkasına vekâlet ederek yapılan satış işlemleri hariç fikhen uygun görülmemektedir.

Piyasada bu tarzda yapılan işlemler (sabah borsanın açılışı ile beraber hisse senedinin para olmadan alımı ya da hisse senedi zilyetliği olmadan hisse senedinin satışı gibi) akşama doğru ters işlemi yapılarak kapatılmadığında ya ödünç işlemlere ya da kredili hisse senedi işlemlerine konu olmaktadır. Bir açığa alım-satım işlemi başka manipülatif işlemleri doğurmakta ve piyasada olduğundan daha çok işlemin dönmesine, gerçekçi olmayan fiyat hareketlerine ve hacimli işlemlere vesile olmaktadır. Her ne kadar piyasa yapıcılığı kapsamında yapılan işlemler fiyat oluşumuna ve piyasaların derinleşmesine katkıda bulursa da, anlık yapılan spekülâtif hareketler geçici olarak iyi bir piyasanın oluşmasına katkıda bulunmaktadır. Tıpkı sıcak paranın ülke ekonomisine kısa süreli olumlu etkisi olsa da uzun vadede o ülkeyi zarara sokacak yapısal sorunlara sebep olabilmesi gibi. Spekülâtif işlemleri yapanlar, profesyonel veya şanslı olmadıkları takdirde uzun vadede bu tür işlemlerden zararlı çıkma olasılıkları çok yüksektir. Bu kişiler de genellikle bireysel yatırımcı olduğundan, bu piyasalardan zarar gördükten sonra bir daha bu piyasalara girmesi zor görülmemektedir. Varant ve FX işlemleri yapan müşterilerde bu tür durumlara sıkça rastlanılmaktadır ve kaybetme oranları oldukça yüksektir.

**Açığa Alım İşlemi:** Bu işlem türü açığa satış işleminin tam tersi olup, aynı hukuki ve fıkhi sonuçları doğurmaktadır. Buradaki tek fark ise, açığa satış işlemi yaparken satılan hisse senedinde işlem sonrasında ödünç alma durumu söz konusu olabilirken; açığa alım işleminde alım yapılan hisse senedi için para çıkışı olacağından ödünç alma işlemi yerine kredi işlemi söz konusu olacaktır. Tabii bu kredi işleminde, açığa alım yapan müşteriye krediyi verecek kurum, müşteriye normal piyasa şartlarına göre oldukça yüksek faiz oranı uygulayarak oldukça yüksek kâr elde etmektedir. Zira müşterinin mevcut durumunu gün içinde düzeltmesi gerektiğinden, acil bir kredi işlemi söz konusu olması hasebi ile kredi oranı da riske bağlı olarak yüksek olmaktadır. Hem açığa alım hem de açığa satış işleminden doğan sonuçlar ve bu sonuçlardan kaynaklanan yeni işlemlerin de faizsiz finans ilkelerine uygun olmadığı görülmemektedir.

**Kredili İşlemler:** Kredi ile hisse senedi alım işlemidir. Bu işlemlerin kuralları SPK tarafından belirlenmektedir. Kredi ile caiz olan hisse senedi işlemlerinin alınımının yapılması uygundur. Zira hisse senedi almak o şirkette payını yükseltmek, o şirketin ticari işinde/yönetiminde daha çok pay almak veya söz sahibi olmak anlamına gelmektedir. Bu amaçla yapıldığı sürece yapılan işlemlerin fıkhi açıdan bir sıkıntısı gözükmemektedir. Ancak krediye konu olacak hisse işlemleri açığa alım işlemlerinden kaynaklanıyorsa, kredi işlemi de spekülatif neden ile açıkta kalmaktan dolayı yapılıyorsa (müşterinin parası olmadan hisse sahibi olması) ve ayrıca açığa hisse senedi alan kişinin niyeti ileride kısa sürede elinden hemen çıkarmak ise, fıkhi açıdan olumsuz olduğu dile getirilmektedir. Zira açık pozisyonda kalan kişi, işlem yaptığı aracı kurumdan piyasadaki normal ticarete kullanılan kredilere göre çok daha yüksek oranla borçlanması, o kişinin zor durumda kaldığının veya riskli işlemler için kullandığının göstergesidir. Zor durumda kalan kişiye normal şartlara göre çok daha yüksek kredi oranı uygulamak da fıkhi açıdan uygun değildir. Bu nedenledir ki bu tarz işlemlerin katılım bankacılığında olması çok tartışılır. 2016 yılı ve öncesi itibari ile hiçbir katılım bankasının bu tarz işlemlere şu ana kadar aracılık etmediği söylenebilir.

**Ödünç Pay Piyasası İşlemleri:** Takasbank bünyesinde işletilmekte olan “Ödünç Pay Senedi Piyasası” genel olarak; Takasbank tarafından saptanan ve SPK tarafından onaylanan tür ve miktarda teminat göstererek belirli bir dönem için hisse senedi ödünç almak isteyen yatırımcılarla, portföylerine ek gelir sağlamak amacıyla hisse senedi ödünç vermek isteyen yatırımcıların karşılaştığı organize bir piyasa olarak tanımlanabilir. Yatırımcıların portföylerinde buldukları hisse senetlerini değişik vadelerde ödünç vererek portföylerine ek gelir sağlamalarına olanak tanır. Bu durumu vatandaşlarımızın çok sık yapması nedeni ile kapsam dışı bir örnek ile açıklayacak olursak; Türk insanı altını yatırım aracı olarak gördüğü için, uzun yıllardır altına yatırım yapmıştır. Bu yatırımı ya bilezik gibi takı ürünü olarak ya da çeyrek veya ata lira gibi ziyet eşyası olarak yapmaktadır. Bu yatırımlar yastık altında atıl olarak durduğu için, altının sadece değer artış kazancı söz konusu olacaktır. Eş-dost borç istediğinde, 100 adet çeyrek altın verilip, borcun vadesi ne olursa olsun 100 adet çeyrek altın geri alınmaktadır. Verilen borç karşılığında 110 adet çeyrek altın alınırsa %10 faiz uygulanmış olunur. Ödünç işlemi olabilir ancak faizsiz bir şekilde olması gerekmektedir.

Ödünç verilen hisse senetlerinin mülkiyeti ödünç verene aittir. Vade içerisinde işleme konu olan hisse senetlerinde sermaye artırımını veya temettü ödemesi gibi hakların doğması durumunda bu haklar da ödünç verene ait olmaktadır.

Bedelsiz sermaye artırımını: Ödünce konu menkul kıymetlerin vadesi içerisinde bedelsiz sermaye artırımını var ise, bedelsiz sermaye artırımının yapıldığı gün ödünç alanın kıymet borcu

işlem adedinin bedelsiz sermaye artırım oranı ile çarpılması sonucu bulunan adet kadar arttırılır. Ödünç alan işlemin vade sonunda başlangıçta aldığı adede ilave olarak bedelsiz sermaye artırımını sonucu artan adedi de iade etmekle yükümlüdür. Sonuçta bedelsiz sermaye artırımını geçmiş yıl kârlarının özkaynaklarda biriken kârların sermayeye eklenip o şirketin hisse senedi sayısında artışına neden olan bir sermaye artış modelidir. Bu artış sonucunda hisse sayısı artar ve hisse fiyatı da artan oran kadar düşer.

Bedelli sermaye artırımını: Ödünce konu menkul kıymetlerin vadesi içerisinde bedelli sermaye artırımını yaparsa, sermaye artırımından kaynaklanan rüçhan hakları da ödünç verene aittir. Burada şirket ortaklardan sermaye talep ederek şirket sermayesi artış yoluna gidilecektir. Asıl ortağın yani hisse sahibinin karar vermesi gereken önemli bir işlemdir.

Takasbank bünyesindeki ödünç pay piyasası açılarak bu işlemlerin arttırılması, müşteri ihtiyaçlarının karşılanması amaçlanmıştır. Organize piyasalarda birbirini tanımayan taraflar arasında borç alıp verme işlemi olduğundan dolayı hem karşı taraf riskini hem de ödenme riskini en aza indirmek için borç alan taraftan teminat alınarak işlemler gerçekleştirilir. Teminatın ödünç alınan işlem kadar hatta marjlı olarak daha fazla temin edilmesi bu piyasadaki işlem hacmini düşürmektedir.

Genel olarak bu işlemleri açığa satış işlemlerinden kaynaklanan ya da sürekli olarak alım satım yapmak için elinde belli hisse bulundurmamak isteyen spekülâtörler tarafından yapılan işlemler olarak sayabiliriz. Örneğin bir yatırımcı bir hisse senedinde hisse fiyatının düşeceğini farz ederek, o hissede açığa satış işlemi gerçekleştirmiş olsun. Bu kişi aldığı hisseyi akşam seans bitene kadar geri almazsa, o hisse senedi işleminde açığa düşecektir. Akşam seans sonunda takas işlemlerinin gerçekleşebilmesi için o şahsın elindeki hisse senedinin (Türkiye'de takas süresi T+2'dir) karşı tarafa geçmesi gerekmektedir. Ancak şahsın portföyünde sattığı hisse senedi olmayınca, ödünç olarak başka birinden hisse senedini borç alarak takas işlemi gerçekleştirilecektir. Ödünç veren şahıs ya da kurum, yaptığı bu işlem karşılığında risk aldığı için belli bir menfaat gözecektir. Ya karşı taraftan adet olarak fazla hisse senedi alarak, yani misli ile hisse senedi geri alarak ya da belli getiri oranı ile karşı tarafı borçlandırarak menfaat temin etme yoluna gidecektir. Her iki işlem de fıkhi açıdan uygun değildir. Hisse senedi tüketilebilen bir varlık olmadığından ariyet gibi borçlandırılarak aynı miktarda temin edilmelidir. Misli ile hisse senedi geri alınması faize girmektedir. Ödünç verme işlemi bir alım-satım işlemi olmadığı ve bir getiri oranı söz konusu olmayacağı için ilave bir getiri de temin edilememesi gerekmektedir. Eğer ödünç veren taraf bu işlemlerden dolayı zorunlu masraflara giriyorsa, karşı taraftan ancak bu zorunlu masraflar temin edilmelidir. Dolayısı ile ödünç pay piyasasında yapılan işlemlerin faizsiz finans ilkelerine uygun olmadığını söyleyebiliriz.

## 5. YATIRIM FONLARI

---

Bankaların yatırım fonlarının alım-satımını doğrudan yatırımcılara yani müşterilerine sunma hizmeti, hisse senedi alım-satım işlemlerinde olduğu gibi SPK tarafından kanun ile kısıtlanmamıştır. Bankalar şube, ATM veya internet şube gibi dağıtım kanalları vasıtası ile tahvil, bono, kira sertifikası ve yatırım fonlarını doğrudan müşterilerine sunabilmektedirler. Bu alanda mevzuatsal olarak bankalara yasayla bir kısıtlama getirilmemiştir. Türkiye’de müşterilere sunulan yatırım fonlarının içeriği ağırlıklı olarak tahvil-bono ve çok az oranda hisse senetlerinden oluşmaktadır. Tahvil ve bononun faizsiz finans ilkelerine uygun olmaması, 2012 yılına kadar da katılım hesapları haricinde kira sertifikaları gibi hemen hemen sabit getiriye dayalı bir finansal ürünün olmaması, katılım bankalarının bu alana çok geç girmesine neden olmuştur. 2015 tarihi itibari ile kira sertifikaları ikinci el piyasasının derinleşmemesinden dolayı ve faizsiz finans esaslarına uygun iyi hisse senedi sayısının çok az olması gibi nedenlerden dolayı katılım bankalarının bu alanda hiç aktif olamadığını rahatça dile getirebiliriz. SPK’nın Ocak 2015 tarihi itibari ile tüm finansal kuruluşlara TEFAS’a (Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu) üye zorunluğunu getirmesinden sonra, yatırım fonlarının alım-satımının katılım bankalarını doğrudan kendi dağıtım kanallarından olmasa bile bir aracı kurum üzerinden müşterilerine açmak durumunda bırakmıştır. Aksi halde katılım bankalarının dağıtım kanallarında emeklilik fonları haricinde yatırım fonları işlem-

lerinin hemen hemen hiçbir katılım bankasında yapılamayacağını belirtebiliriz. Kaldı ki yatırım fonları piyasası da ticari bankacılık alanında da likit fonlar haricinde çok az gelişmiş durumdadır. Yatırım fonlarının, kira sertifikaları gibi katılım bankalarında satılabilmesi için, bilgi teknolojileri altyapısının oluşturulması gerekir ki bu da çok maliyetli bir süreçtir. Yasal zorunluluk (zorlama) ile katılım bankacılığında yatırım fonlarının bilinirliği azda olsa artmış, özellikle emeklilik fonları alanında faizsiz fonların çok hızlı büyümesi ve katılım bankacılığı sektörüne yeni oyuncuların gelmesi ile beraber de faizsiz yatırım fonları alanı yavaş yavaş hareketlenmeye başlamıştır. Bu alanda ülkemizin önünde kat edeceği çok yol bulunmaktadır.

## 5.1 GENEL OLARAK YATIRIM FONLARI

**Tanım:** Yatırım fonunun tanımını yapmadan önce portföyün ne olduğunu açıklamakta fayda var. Portföy geniş anlamıyla bir kişinin ya da kuruluşun sahip olduğu varlıkların tümünü ifade eder. Yatırım fonu yatırım yaptığı sermaye piyasası araçları (hisse senedi, tahvil, bono, kira sertifikası, ters repo vb.) ve altın gibi kıymetli madenlerin bütününe ifade etmektedir.

Yatırım fonları; halktan toplanan paraların, hisse senedi, tahvil/bono, kira sertifikaları, özel sektör borçlanma araçları, repo-ters repo gibi sermaye piyasası araçları ile altın ve diğer kıymetli madenlerde değerlendirilerek oluşturulan portföylerdir. Her bir yatırımcı, fonun sahip olduğu portföyün bir kısmını temsil eden katılma payını satın alarak yatırım fonuna iştirak eder. Tasarruf sahipleri şirketlerden, aracı kuruluşlardan veya menkul kıymet borsalarından hisse senedi ve kira sertifikası almak suretiyle tasarruflarını değerlendirebilirler. Ancak menkul kıymetlere yatırım yapmak bilgi ve uzmanlık gerektirmektedir. Ayrıca bireysel birikimler genelde yeterli büyüklüğe ulaşamadıklarından, bunlarla oluşturulan portföylerde gerekli risk dağılımları yapılamayabilir. Bu risk anapara açısından olabileceği gibi, portföyün getirisi açısından da önem teşkil etmektedir. Bu nedenle yatırımların profesyonel eller altında yönetilmesi amacıyla sermaye piyasalarında kolektif yatırım kuruluşları olarak adlandırılan yatırım fonları oluşturulmuştur.

Yukarıdaki yatırım fonu tanımı ile beraber aşağıdaki kavramların bilinmesi yatırım fonlarının anlaşılmasını netleştirecektir.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=253&submenuheader=null>, [Erişim Mayıs 2015]

<sup>2</sup> <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=78&fn=78.pdf>, [Erişim Mayıs 2015]

**Portföy Yönetimi:** Mevzuatın ve içtüzüğün izin verdiği sınırlar dahilinde, portföye varlık (hisse senedi, kira sertifikası, tahvil ve bono gibi yatırım araçları) alınıp satılması ve bu varlıkların getirilerinin (faiz ve kâr payı gibi) tahsil edilmesi faaliyetleridir. Varlıkların alınıp satılması kararlarına dayanak teşkil eden her türlü araştırma ve analiz gibi faaliyetler de portföy yönetiminin kapsamına girer.

**Fon:** Halktan katılma payları karşılığında toplanan paralarla, katılma payı sahipleri adına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre, portföy işletmek amacıyla kullanılan mal varlığıdır.

**Katılma Payı:** Katılma payı, yatırımcının fon portföyüne kaç adet payla ortak olduğunu gösterir. Yatırım fonlarındaki katılma paylarını, şirketlerin ortaklık paylarına benzetebiliriz. Nasıl yatırımcılar ortaklık payı olarak şirketlere ortak olurlar ve o şirketler üzerinde hak sahibi olurlar ise; benzer şekilde yatırım fonlarında da katılma payı olarak fon portföyüne ortak olurlar. Ancak, ortaklık payı sahipleri şirket yönetimine katılabilirken, katılma payı sahiplerinin fon yönetimine katılma hakları yoktur, sadece getirisinden faydalanır.

### **Yatırım Fonu Yatırımcısının Kazançları ;**

Müşteri üç yolla fon yatırımından para kazanılabilir.

- i) Temettü, faiz veya kira gelirleri: İlk olarak fon sahip olduğu menkul kıymetlerden kâr payı ve/veya faiz geliri elde eder. Fon elde ettiği bütün geliri fon portföy değerine yansıtır.
- ii) Portföylerinde bulunan kıymetlerin alım/satımı: Portföy yöneticisi fon portföyüne varlık alım-satımı gerçekleştirir. Portföy yöneticisi varlık alımlarını düşük fiyattan alıp yüksek fiyattan satarsa kâr elde eder, eğer aldığı varlıkları daha düşük değerle satarsa zarar eder. Oluşan bu kâr veya zarar fon fiyatına yansıtılır. Fon fiyatı yükseldikçe fon değer kazanıyor demektir ve daha çok yatırımcı çeker. Aksi halde fon değer kaybettiğinde müşteriler fondan çıkacağı için fonların toplam değeri küçülür.
- iii) Menkul kıymetlerin piyasa değerlerinin yükselmesi: Eğer yatırım fonu, fiyatı yükselen menkul kıymeti satmıyor elinde tutuyorsa katılma paylarının fiyatı artar.

Yatırımcılar katılma paylarını sattıklarında, yatırım fonlarının portföyünde o ana kadar gerçekleşen değer artışlarından/azalışlarından kaynaklı kâr veya zarar edebilirler.

**Yatırım Fonu Satıcısının Kazançları:** Yatırım fonu kurucusu sadece portföy yönetim şirketleri olup, kurucu toplam portföy değeri üzerinden yönetim ücreti getirisi elde edecektir. Getiriler günlük olarak hesaplanıp fon değerine yansıtılır ve kurucu aylık olarak fon içinden yönetim ücretini tahsil eder. Portföy yönetim şirketlerinin dağıtım kanalları bankalar ve aracı kurumlar olduğu için, bankalar veya aracı kurumlar fon yönetim ücretini portföy yönetim şirketleri ile satış hizmeti karşılığında paylaşır. Yatırım fonları için önemli olan konu fonun satılması olduğu için, özellikle dağıtım kanalı olmayan portföy yönetim şirketleri yönetim ücretinin büyük kısmını dağıtıcıya vermek durumunda kalabilir. Fon yönetim ücreti paylaşım oranları taraflar arasında ki anlaşmaya ve fon türüne bağlı olarak değişebilmektedir.

**Fon Yönetim Ücreti:** Fonun yönetimi karşılığında ödenen ücrettir. Fon yönetim ücreti her gün için fon toplam değerinin belirli bir oran ile çarpılmasıyla hesaplanmaktadır ve aylık olarak da fonun içinden tahsil edilmektedir. Fon yönetim ücreti oranlarına fon izahnamelerinde yer verilmektedir. SPK fon yönetim ücretlerine, kurucuların fona çok yüksek oranlarda yönetim ücreti yansıtması, fon piyasasının gelişmemesi gibi nedenlerden dolayı yeni kanun ile tavan sınırlaması getirmiştir. Bundan böyle fon kurucusu olan portföy yönetimi şirketleri aşağıdaki tablo 5.1'de gösterilen oranlardan daha fazla oranda fon kesintisini fonun içinden tahsil edemeyeceklerdir. Eğer daha fazla masraf tahsil edilirse, tahsil edilen fazla tutarı şirket kendi iç kaynaklarından karşılamak zorundadır. Fon ayrı bir tüzel kişiliğe haiz olmasa da, fon için yapılan denetim ücreti, saklama ücreti, noter ücreti, kurul ücreti gibi yasal olarak ödenmesi zorunlu olan masraflar fonun içinden fon yönetim ücreti ile beraber alınır. Bu kesintilerin tavan uygulaması aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

**Tablo 5.1: Fon toplam gider kesintisi oranı**

FON TÜRLERİ	Uygulanacak Azami Fon Toplam Gider Oranı	
	Günlük	Yıllık
Para Piyasası Fonları	Yüzbinde 3,5	%1,28
Kısa vadeli borçlanma araçları fonları, koruma amaçlı ve garantili fonlar, kıymetli madenler fonları ile unvanında endeks ibaresi yer alan fonlar	Yüzbinde 6	%2,19
Fon Sepeti Fonları	Yüzbinde 12	%4,38
Diğer fonlar	Yüzbinde 10	%3,65

Kaynak: www.spk.gov.tr



Örneğin hisse senedine dayalı bir fon kurulduğunda, uygulanacak olan fon toplam gider kesintisi oranı azami günlük %0,001, yıllık %3,65'tir. Fonun 100 milyon TL'lik bir büyüklük ile kurulduğunu düşünersek, fon içinden günlük azami 10.000 TL, yıllıkta 3.650.000 TL kesinti yapılabilir. Bu tutarlar üzerinde ki fazla kesintiler fon kurucusu, yani portföy yönetimi şirketi tarafından karşılanır. Fon büyüklüğü sene başında 100 milyon TL ile asgari %80'i hisse senetlerine, geri kalanı da başka finansal araçlara yatırım yapılarak fon portföyü oluşturulur ve bu finansal araçlardan getiri elde edilmeye çalışılır. Hisse senetlerinin getirileri ister artsın ister azalsın, fon içinden hergün yukarıdaki tabloya aykırı olmamak şartı ile fon içtüzüğüne yazılan oran üzerinden fon yönetim ücreti yansıtılır ve sonraki ayın ilk haftasında fondan bu tutar tahsil edilir. Fon içindeki hisse senetlerinin değerleri artmışsa, fon büyüklüğü arttığı için, portföy büyüklüğü 3,65 oranı ile çarpılması sonucu daha fazla yönetim ücreti tahsil edilir. Hisse senetleri değeri düştüğünde fon toplam değeri düşeceği için, portföy büyüklüğünün 3,65 oranı ile çarpılması sonucu daha az yönetim ücreti tahsil edilir. Portföy yönetim şirketleri için burada önemli olan hem fonun yeni müşteri girişleri ile büyümesini hem de fonun değerini arttırmayı amaçlar. Böylece şirketler daha fazla yönetim ücreti tahsil edebilir ve daha fazla gelir edebilir konuma geleceklerdir. Saklama ücreti, noter ücreti vb. başka masraflarda varsa, bu kesintiler de fon toplam değerinin 3,65 ile çarpılması sonucu hesaplanan azami tutar içinden karşılanır. Zorunlu giderler ödendikten sonra kalan net tutar, portföy yönetim şirketinin bankalar veya aracı kurumlar ile yönetim ücreti geliri paylaşımından önce fondan elde edilen net geliri oluşturur. Oluşan bu gelir portföy yönetim şirketi ve dağıtıcı kuruluşlar olan banka ya da aracı kurum arasında paylaşılır. Fondaki varlıkların toplam %10 arttığını farzederseniz, toplam fonun büyüklüğü 100 milyon X %10= 110 milyon TL olur. Ancak bu fonun içinden 3.650.000 TL' lik fon gider kesintisi kesildikten sonra fonun büyüklüğü 110.000.000 - 3.650.000=106.350.000 TL olur. Yatırımcı net %6,35 kazanmış olur. Burada yatırımcıya uygulanacak stopaj (vergi) oranı %10'dur, eğer fon hisse senedi ağırlıklı ise stopaj oranı %0 olarak uygulanır. Yıllık yapılan bu hesaplama uygulamada hergün yapılmaktadır. Ayrıca portföy yönetim şirketleri, uygulamada hisse senedi fonlarında yönetim ücretini %3,65 olarak değil, %2-2,5 arasında belirlemektedir.

Peki, bu fonlar nasıl alınıp satılabilmektedir. Örneğin; A portföy Yönetimi A.Ş 100 milyon TL portföy büyüklüğüne dayalı, yukarıdaki örnekte anlatılan hisse senedi fonunu kurduğunu düşünelim. Fonlar, katılma payı bazında adetsel olarak satılmaktadır. Şirket, kurduğu fonu 100 milyon TL büyüklük ve 100 milyon adet olarak piyasaya sürdüğünde, katılma payının birim fiyatı bir TL olarak belirlenecektir. Yani A Portföy Yönetim şirketinin hisse senedi yatırım fonu bir TL üzerinden alınıp satılabilecektir. Yatırımcı ilk ihraçta 100.000 adet, yani 100.000 TL'lik satın alma gerçekleştirmişse, fonun %0,1'ine ortak olacaktır. Fon yönetim ücretini ve gider kesintilerini azami oran olan %3,65 üzerinden uygulandığını ve fonunda bir yıl içinde %10 prim yaptığını

düşünelim. Fon büyüklüğüne %10 prim ve %3,65 gider kesintisi uygulandığında, fon büyüklüğü yaklaşık 106.300.000 TL olacaktır. Fon portföyü günlük olarak değiştiğinden dolayı, günlük farklı fon büyüklüğü tutarlardan yönetim ücreti tahsil edilmesi gerekmektedir. Örneğimizde fonun büyüdüğünü farzettığımız için her geçen gün daha fazla yönetim ücreti tahsil edileceğinden dolayı, daha fazla fon gider kesintisi kesilebilecektir. A portföy yönetimi A.Ş, fonu 100 milyon adet katılma payı ile ihraç etmişti, dolayısıyla fonda mevcutta hala 100 milyon adet katılma payı vardır. Fon toplam değerini toplam katılma payı adedine böldüğümüzde katılma payının birim değeri ortaya çıkacaktır.

$106.300.000/100.000.000 = 1,0630$  katılma payının birim değeridir.

Yatırımcı 100.000 adet almıştı:  $100.000 \times 1,0630 = 106.300$  TL, yani müşteri sene sonunda 6.300 TL gelir elde etmiş olacaktır. Bu örnek basit anlatımlı olarak yıllık bazda hesaplama yapılarak verilmiştir. Normalde bu hesaplamalar ve döngüler günlük olarak yapılmakta ve günlük olarak devam etmektedir.

Fon kurucusu farklı, fon satıcısı farklı şirketler olabilir, ama fonların saklama ve takas merkezi fon kurucusu ve yatırımcı bazında Takasbank ve MKK'dır. Satıcı müşterinin yatırım fonlarını; hisse senetleri ve kira sertifikalarında olduğu gibi müşteri adına MKK'da saklamaktadır. Müşteriler bu işlemleri bankalar ya da aracı kurumlar üzerinden gerçekleştirirler bile, kendi adlarına MKK'da hesapları bu kuruluşlar tarafından ilk işlemle açılır. Yatırım kuruluşu banka veya aracı kurum müşteri adına hesap açma ve işlem yaptığı herbir müşterinin işlemlerini MKK'ya bildirmek ile mükelleftir. Gayrimenkul veya girişim sermayesi fonları gibi istisnai fonlar haricinde, portföy yönetim şirketlerinin fon hizmet sağlayıcısı birimi fonun günlük değerlerini hesaplarlar ve fon değeri hesaplamalarında Takasbank gibi ilgili kuruluşlara bildirmek zorundadır. Müşteriler bu değerler üzerinden alım-satım işlemleri için talimat girerler. Finansal ürünlerinin (hisse senedi, kira sertifikası, altın) piyasada işlemlerinin olduğu zamanlarda fon fiyatı oluşmamıştır, piyasanın kapanmasıyla fon fiyatları oluşturulmaktadır. Fon fiyatının oluştuğu zamanda müşterinin alış veya satış talimatları gerçekleştirilir. Fonların türlerine göre alım-satım günleri veya saatleri farklıdır.

Müşteriler yatırım fonlarına yatırım yaparken adet veya tutar olarak talep edebilirler. Talep ettiği tutar kadar, fon fiyatı üzerinden fon katılma payı alır ya da talep ettiği fon katılma payı adedine denk gelen tutarı ödeyerek talep ettiği fon katılma payı adetlerine sahip olur. Müşteri yatırım yaptığı yatırım fonlarının satışında ise, sahip olduğu katılma paylarını adet olarak kısmı veya tamamen cari fon fiyatı üzerinden (günceli akşam oluşacak fiyat) satışını yaparak, parasını fonun valör gününe göre (T+1, T+2 vs.) banka veya aracı kurumdaki hesabında nakit olarak görür.

Yeni kanun ile beraber portföy saklama hizmetini SPK'dan izin alan banka veya aracı kurumlarda verebilme imkânına kavuşmuştur. Dolayısıyla, saklama noktasında Takasbank piyasada tekel olma özelliğini yitirmiş, piyasaya yeni oyuncular gelmiştir. Portföy yönetim şirketlerinin kurduğu fonları saklayan bu yetkili kuruluşlar, portföy yönetim şirketi gibi birebir aynı sorumlulukları taşıyacaklardır. Piyasada Halk Yatırım, Finans Yatırım, İş Bankası, Ziraat Bankası gibi kuruluşlar bu yetki belgesini almışlardır. Yetki almış bu kuruluşlar müşteri varlıklarını değil sadece fon portföyündeki varlıkların doğru fiyatlanması ve saklanmasıyla sorumludur. Müşteri varlıkları (müşterinin yatırım yaptığı fon, kira sertifikası vs.) müşterinin işlem yaptığı banka veya aracı kurum üzerinden MKK'da saklanmaktadır. Müşteri yatırım yaptığı kira sertifikası, hisse senedi, yatırım fonları gibi sermaye piyasaları araçlarının hepsini MKK'da aynı sicil altında görebilme imkânı vardır.

## 5.2 YATIRIM FONU ÇEŞİTLERİ<sup>3</sup>

- Menkul Kıymet Yatırım Fonları
- Borsa Yatırım Fonları
- Serbest Yatırım Fonları
- Yabancı Yatırım Fonları
- Girişim Sermayesi Yatırım Fonları
- Gayrimenkul Yatırım Fonları

### 5.2.1 Menkul Kıymet Yatırım Fonları

**Borçlanma araçları fonu:** Fon portföyünün en az %80'i devamlı olarak; kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırılan fonları kapsayan şemsiye fonlardır. Bu tarzda kurulan fonların faizsiz bir fon olabilmesi için, yatırım fonu portföyüne faizsiz finans ilkelerine uygun olmayan tahvil, bono, VDMK veya finansman bonusu gibi yatırım araçlarında değil, devlet veya özel sektör kira sertifikaları gibi finansal araçlara yatırım yapılması gerekmektedir. Kalan %20'lik kısmın da aynı şekilde katılma hesaplarında, faizsiz finans esaslarına uygun hisse senetlerinde veya birebir karşılığı bulunan emtialarda değerlendirilmelidir.

Bu fon türünün çalışma esasları sabit getirili menkul kıymet yatırımları üzerine kurulmuştur. SPK, riskin dağıtılması amacı ile de fonun yatırım yapacağı finansal borçlanma araçlarında ihraççı yani tahvil veya kira sertifikasını yatırımcıya sunan kuruluşlar üzerinde fon toplam değeri limiti sınırlamasına gitmiştir. Bir ihraççının borçlanma araçlarına fon toplam değerinin en fazla %10'una kadar yatırım yapılabilir kısıtlaması getirilmiştir. Bu limit sınırlamaları hemen

<sup>3</sup> Yatırım Fonları Tebliği (III-52.1), **Resmi Gazete**, 28701, 9 Temmuz 2013

hemen tüm menkul kıymet yatırım fonlarında bulunmaktadır. Bu kural riskin dağıtılması ilkesi doğrultusunda getirilmiştir. Katılım esaslı fonlarda bu risk kısıtlamalarına tabidir. Ancak bu kuruluşların yatırım yapacağı alanlar çok sınırlı olduğu için sınırlama oranları biraz daha gevşetilmiştir. Örneğin; yatırım fonları bir ihraççının tahvil ve bonolarına azami %10 yatırım yapabilirken, kira sertifikalarında bu oran %25'e yükseltilmiştir. Benzer kural katılım hesaplarında da gevşetilmiştir. Fon portföylerinde ticari mevduatlara yatırım oranları banka bazında %3, toplamda azami %10 iken; katılım bankalarında bu oran sırası ile %6 ve %25 olarak uygulanmaktadır. Bu esnekliklere rağmen katılım esaslı fonların yatırım yapacağı finansal araçlar yine de çok sınırlı kalmaktadır. Faizsiz fon piyasasında kira sertifikaları fonu çok yaygın olmamak ile birlikte Türkiye'de bu fonlar kira sertifikalarının gelmesi ile beraber yavaş yavaş kurulmaya başlanmıştır. Kira sertifikalarının getiri oranları katılım hesapları oranlarından fazla olmadığı sürece veya müşteriler varlıklarını 30 günün altında değerlendirmedikleri sürece bu tür fonların çok yaygın olması beklenemez. Ancak özel sektör kira sertifikalarının risk unsurları yüksek olduğu için, piyasa getiri oranlarına göre getirileri biraz daha yüksektir. Bu tür kira sertifikalarına yatırım yapan fonlar, fon yönetim ücretini de düşük tuttuktan sonra, bir nebze de olsa bir gelişme kaydedebilir. Ancak burada şöyle bir handikap bulunmaktadır. Yatırımcı, bu özel sektör kira sertifikalarına yatırım yapan yatırım fonunu almak yerine, doğrudan ihraç edilen kira sertifikasını satın alabilir. Böylece fondaki %1-2 ilave maliyet olan fon yönetim ücreti ve diğer masraflarından kurtulmuş olacaktır. Bu engeli aşmanın yolu da, fonun yatırımcılar tarafından bilinmeyen, gelişme kaydedebilecek finansman temeli sağlam küçük veya orta büyüklükteki işletmelerin kira sertifikalarına yatırım yapmasıdır. Ayrıca kira sertifikası piyasası derinleşmediği sürece, portföy yönetim şirketlerine kira sertifikaları konusunda likidite sağlayan bir katılım bankasının desteği olmadığı sürece, kira sertifikası alım-satımı arasında marj geniş olacaktır. Diğer taraftan, yatırımcı dilediği gün fonu alıp satabilir, halbuki doğrudan aldığı kira sertifikalarını heran alıp satması mümkün olmayabilir. Yatırımcı elindeki kira sertifikasını vadesinden önce satsa bile nitelikli yatırımcı olmadığı sürece fonun piyasadan bulacağı fiyat kadar iyi olmayacaktır. Normal menkul kıymet fonu kurulduğunda, bu tür araçlar sadece nitelikli yatırımcıya değil herkese satılabilir hale gelecektir. Bu durumda katılım bankalarının cari hesaplarında azalma olacağı için, nitelikli yatırımcılara ağırlık verilmesinde fayda vardır. Zira nitelikli yatırımcı yüksek getiri talep etmenin yanında, yatırımının vadesini de dilediği gibi belirlemek istemektedir. Her an nakde döndürülebilecek yüksek getirili yatırım fonları, bu tarz nitelikli müşterilere sunulurken katılım bankalarının piyasada ki rekabet şartlarının güçlendirmesine ve ürün çeşitliliği sağlamasına zemin oluşturabilir. Bu tür fonlar ile de hem getiri yükseltilmiş olur hem de bu tür riskli yatırımlar profesyonel eller tarafından yönetilmiş olur. Bu durum döviz bazlı kira sertifikaları fonlarında farklı olabilir. Zira Türk firmalarının veya devletin ihraç edeceği döviz bazlı kira sertifikalarının getirileri muadil yurtdışı kökenli kira sertifikalarına göre yüksektir. Bu alanda kurulacak fonun yurtdışı satışında başarı gösterildiğinde, fonun büyüme ihtimali yüksek olacaktır (fon fiyatı aşırı dalgalanma göstermediği sürece).

Yatırım fonları tebliğinde borçlanma araçları fonu içine kira sertifikası ürünü alınması yönünde bir ifade geçmediği için, fon portföyüne alınamaz yönünde görüşler bulunmaktadır. Her ne kadar borçlanma araçları tebliği ile kira sertifikası tebliği ayrı olsa da, iki ürün de genel olarak benzer işleyişe sahiptir. Kira sertifikası pazarının genişlemesi için kurulacak bu fonların portföyüne faizsiz finans araçlarının alınmasında fayda vardır. Ancak faizsiz esaslı bir fonun, faiz esaslı oluşturulmuş bir içtüzük şemsiyesi altında farklı bir izahname ile olsa bile kira sertifikası fonunun kurulması tartışılabilir. Zaten piyasada borçlanma araçları fonlarına benzer faizsiz fonlar katılma fonu altında kira sertifikası fonları olarak kurulmaktadır. Bu tür yapıların neden olacağı tartışmalar katılma fonu haricindeki diğer fon çeşitleri için de geçerlidir.

**Hisse senedi fonu:** Fon portföyünün en az %80'i devamlı olarak; özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye'de kurulan ihraççıların paylarına yatırılan fonları kapsayan şemsiye fonlardır.

Bu fon türüne istinaden kurulmuş faizsiz fonların yatırım yaptığı hisse senetlerinin tamamen AAOIFI kurallarına uyması gerekmektedir (AAOIFI kriterleri haricinde farklı görüşler mevcuttur ve bazı danışma kurulları farklı kuralları benimsemektedirler). Aynı şekilde fon portföyünün kalan %20'sinin de faizsiz finans esaslarına uygun finansal araçlarda değerlendirilmesi gerekmektedir. Dolayısıyla faizsiz finans ilkelerine uygun hisse senedi fonu kurulmasında hiçbir engel gözükmemektedir. Ancak ticari bankaların kurdukları hisse senedi fonlarıyla kıyasladığımızda, sabit getiriye dayalı fonlara göre bu tür fonlar çok sığ kalmıştır. Getirileri ortalama olarak iyi olsada, genel olarak fonların yıllar itibarı ile dalgalı olması, ayrıca Türkiye'deki yatırımcıların hisse senedi yatırımına sıcak bakmamasından dolayı, eski kanunda A tipi fon olarak adlandırılan bu tür fonlara yatırım yapılmakta hep imtina edilmiştir. Dolayısı ile bu fonlar yıllar itibarı ile büyümemiş ve hep sektörün çok gerisinde kalmıştır. BES bünyesinde kurulacak hisse senedi fonlarının, yapıları itibarı ile çok uzun vadeye dayalı olması ve getirisinin de riske oranla yüksek olması halinde, hem ticari tarafta hem de faizsiz finans alanında büyüme potansiyelleri bulunmaktadır. Ancak bu alandaki fonların gelişebilmesi için piyasaya kote olan firma sayısının çok fazla olması ve bu firmaların da gelecek vaat eden, sadece büyümeyi düşünen dürüst yönetilen vizyoner firmalar olmaları gerekmektedir. Aksi halde bu alandaki fonlar yıllar itibarı ile hep aynı seviyede kalmaya mahkûm gibi gözükmektedir. Bireysel emeklilik bölümünde detaylı olarak ele alınmak ile beraber, hisse senedine dayalı BES hisse senedi fonlarının piyasadaki normal hisse senedi fonlarına göre daha hızlı büyümesinin ana nedeni, diğer fonlarda olduğu gibi %25'lik devlet katkısı olmasıdır. Ayrıca BES fonlarında uzun vadeli pozisyon alınabilmesi, uzun vadeli hisse pozisyonlarının getirisini daha yüksek kılmaktadır. Bu getiri oranı ile fonlardaki kayıplar, düşük getiriler veya riskler gözardı edilebilmektedir. Piyasada hisse senedine dayalı faizsiz fonlar katılma fonu altında kurulmaktadır.

**Kıymetli madenler fonu:** Fon portföyünün en az %80'i devamlı olarak; Borsa'da işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile kıymetli madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırılan fonları kapsayan şemsiye fonlardır.

Kıymetli maden fonunun faizsiz fon olabilmesi için, fonun içindeki emtiaların birebir fiziki karşılığının bulunması ve fon alıcısı lehine saklanması gerekmektedir. Fondan istenildiğinde fiziki olarak çekilebilmesine olanak tanınabilmelidir. Tabii fon kurucusu fiziki çekim maliyetlerini gözeterek fona fiziki giriş ve çıkışlar için ilave yükümlülükler getirebilir. Ayrıca fon içinde bulunan emtia/emtialar, piyasa şartlarına göre ödünç verme işlemlerine konu olabilir. Normal piyasa fonları ödünç verilen fonlar için sabit faiz getirisi elde ederken, faizsiz finans esaslarına göre kurulmuş fonlarda fıkhi yönden kısıtlama bulunmaktadır. Buradaki emtia ancak fonun zaruri giderlerini karşılaması ve ödünç verilen malın ödünç veren tarafından alım-satımına konu edilmemesi şartı ile ödünç alım-satım işlemlerine konu olabilir. Aksi halde türev işlem oluşturacağı için, olmayan bir malın alım-satımı gerçekleşmiş olacaktır. Ödünç alma ve verme işlemleri için burada belirtilen kurallar diğer fonlar için de geçerlidir. Yürürlükte olan ödünç piyasası, verilen ödünç malı sadece misli ile geri alabilme imkânı verdiği için, masrafların karşılanması fikri mevcut piyasa şartlarında uygulanabilir gözükmemektedir. Danışma kurulu üyeleri, mevcut şartlarda yukarıdaki konular hakkında bu fikirleri vermiş olup, farklı alternatifler geliştirilmesi koşulu ile piyasada farklı uygulamalara gidilebilir.

Türkiye piyasasında altına dayalı fonlar, altının yükselmesi sebebiyle oldukça talep görmüştür. Ancak altının spekülâtif hale gelmesi veya kayıplar yaşatması bu tür fonlara olan talebi azaltmıştır. Türkiye'de diğer emtialara altın gibi pek fazla rağbet olmadığı için, bu yönde kurulmuş fazla fon bulunmamaktadır. Ayrıca hemen hemen tüm banka şubelerinden düşük alım-satım farkı ile altın alınıp satılması mümkün olması nedeniyle, değerli metal ya da altına dayalı ilave bir ürüne ihtiyaç hasıl olmamıştır (BES sisteminde bulunan altın fonları hariç).

Faizsiz finans esaslarına göre emtia fonunun kurulabilmesi için, bu emtianın birebir karşılığının bulunması gerekmektedir. Fon getirisi de sadece emtianın değer kazanmasından oluşacaktır. Fon portföyündeki emtianın saklama, sigortalama, yönetim ücreti gibi maliyetleri fona yansıtıldığında, emtianın elde etmiş olduğu değer artış kazancı, bu ilave maliyetler ile düşecektir. Dünya'da emtiaya dayalı olarak kurulmuş fonların birçoğunda saklama yani birebir emtianın karşılığının olmaması ve dolayısıyla sigortalama gibi bir maliyet oluşmadığı için, bu tür fonlar rakiplerine göre oldukça rekabet avantajı sağlamaktadır. Konvansiyonel tarafta bu tür fonlar kolay şekilde kurulup yönetilirken, faizsiz finans tarafında bu tür fonları kurmak oldukça zahmetli, kârsız veya az kârlı olarak görülebilir. Ancak bu tür fonlarda ödünç verilebilir yapı geliştirildiği ve ödünçten kaynaklı bir kâr elde edilebildiği sürece emtiaya dayalı fonlar kurulabilir. Bundan önce ödünç piyasasının faizsiz finans esaslarına göre çalışan bir yapısının da oluşturulması gerekmektedir. Ya da ödünç verme işlemini OTC pazarlarda fonların kendisi yaparak, müşareke yani ortaklığa dayalı bir yapı kurarak geliştirilebilir. Ancak katılım bankacılığında müşareke ürününün fazla gelişme göstermemesinin buradaki yapının kurulmasında önyargı oluşturabileceği söylenebilir. Yurtdışında bu yapı swap'a benzer bir model ile sağlanmış bulunmaktadır. Zira katılım bankaları mevcut swap işlemlerini spot döviz alış/satış ve akabinde forward döviz alış/satış şeklinde yaparak OTC piyasada bu işlemleri gerçekleştirmektedir. Altın karşılığında kendisi için daha kârlı olan TL veya döviz kaynak temin edebilmektedir.

**Fon sepeti fonu:** Fon portföyünün en az %80'i devamlı olarak; diğer fonların ve borsa yatırım fonlarının katılma paylarından oluşan fonları kapsayan şemsiye fonlardır.

Faizsiz finans ilkelerine göre kurulmuş fonlara yatırım yapan faizsiz fon sepeti fonları kurulabilir. Ancak fon sepeti fonunun yatırım yapacağı faizsiz fon pek bulunmadığı için bu tür fonun kurulması piyasanın biraz daha gelişmesi ile mümkün olabilir. Şu aşamada piyasada çok az faizsiz fon olması ve bu fonların büyüklüğünün de yeteri kadar olmaması nedeni ile uygulamada pek mümkün görülemeyen bir fon türüdür.

Fon sepeti fonlarında ilave maliyetlerin çıkması söz konusudur. Hem asıl fon yöneticisi hem de fon sepeti fonu yöneticisi fon yönetim ücreti alacağı için, mükerrer maliyetler oluşacaktır. Burada fon sepeti yöneticisi pasif fon yönetimi yapacağı için düşük yönetim ücreti belirleyerek maliyeti düşürebilir. Ayrıca fonların yönetiminin sadece portföy yönetimi şirketlerine geçmesi nedeniyle, bu tür fonların teoride kalması, pratikte kurulamaması yüksek bir ihtimal dahilindedir. İstisnai olarak girişim sermayesi veya gayrimenkul fonları gibi büyük sermaye ve risk isteyen fon türleri haricinde bu tür fonlar ancak tek tük kurulabilir gözükmemektedir. Kaldı ki yönetim ücretinin düşük belirlenmesi nedeniyle de pek kârlı gözükmemektedir.

**Yabancı menkul kıymetler fonu:** Fon portföyünün en az %80'i devamlı olarak; yabancı özel ve kamu sektörü sermaye piyasası araçlarına yatırılan fonları kapsayan şemsiye fonlardır.

Yurtdışında yatırım yapılan faizsiz yatırım araçları ayrıca danışma kurulu üyeleri tarafından ilave olarak incelenir, incelenmesi gerekmektedir. Zira her faizsiz finansal araç olarak addedilen yapı Türkiye'deki faizsiz finans ilkelerine uymayabilir. Örneği, Malezya'da ihraç edilmiş müşarekeye dayalı kira sertifikaları türüne, katılım bankaları danışma kurulu üyeleri yapı itibari ile icazet vermedikleri için, yatırım fonlarının bu tür kira sertifikalarına yatırım yapması, portföye dahil edilmesi uygun değildir. Ayrıca faizsiz sermaye piyasalarının geliştiği yerlerde getiri oranları Türkiye'ye göre biraz daha düşük olduğu için, bu alanda kurulan faizsiz fonların Türkiye'de satış yapması ilk etapta zor gözükmemektedir. Ancak getirisi yüksek, sabit getiri dışındaki hisse senedi veya ortaklığa dayalı finansal araçlara yatırım yapan fonların faizsiz finans kriterlerini karşıladıktan sonra yurtdışında satılma potansiyelleri bulunmaktadır. Ülkedeki hisse senedi fonlarının gelişmediği düşünüldüğünde, bu tür fonların satılabilmesi için getiri potansiyeli taşıması ve belli bir getiri istikrarını gösterir geçmişe (track record) sahip olması şarttır. Aksi halde Türkiye'de kurulu hisse fonları gibi gelişmemiş bir yapıda kalırlar. Bu tür fonların en cazip noktası yatırımlarını döviz bazlı değerlendirmek isteyen yatırımcılar için ideal bir fon türüdür. Türkiye'de döviz bazlı getiriler düşük kaldıkça ilave rağbet görebilir.

**Para piyasası fonu:** Fon portföyünün tamamı devamlı olarak, vadesine en fazla 184 gün kalmış, likiditesi yüksek sermaye piyasası araçlarından oluşan ve portföyün ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olan fonları kapsayan şemsiye fonlardır.



Eski kanunda likit fon olarak tanımlanan fon, yeni kanun ile para piyasası fonu olarak adlandırılmaktadır. Likit fonun çalışma ilkesi ağırlıklı olarak BİST bünyesindeki repo-ters repo pazarına dayanmaktadır. Repo-ters repo pazarında tahvil-bononun peşin satılıp vadeli olarak geri alınması sonucu getiri oranı sabitlenmektedir ve getiri kaybı hemen hemen söz konusu olmamaktadır. Ayrıca alım-satıma konu olan tahvil-bonoda marjlı olarak teminat alındığı için karşı taraf riski azamiye düşürülmektedir. Dolayısıyla likit fon veya para piyasası fonları portföyünde ağırlıklı olarak repo işlemi yapılmasına bağlı olarak hemen hemen hep sabit bir getiri alma durumu söz konusudur. Piyasada 2008 krizi, 2001 yılındaki anayasa kitapçığını fırlatma krizi gibi aşırı dalgalanmaya neden olan olaylar yaşanmadığı müddetçe, likit fonların getirileri pozitifdir. Faiz oranlarının aşırı yükselmesi ile likit fonlar da eksi getiri yazabilmektedir. Getiri kaybı çok sınırlı sayıda yaşanan olağandışı örneklerde sözkonusu olmaktadır.

Katılım bankaları 30 günün altında katılım hesabı açamadığı için, bu tür fonlar günlük ya da haftalık müşterilerinin atıl fonlarını değerlendirilmesinde kullanılabilecek çok uygun bir araç olarak görülebilir. Ancak repo-ters repo pazarının işleyişi faizsiz finans ilkelerine aykırı olduğu için bu tarzda fonun başka yöntemlerle kurulmasını gerektirmektedir. Ayrıca sürekli alım-satıma konu olabilecek işlem hacmi derin olan kira sertifikası piyasası olmadığı için, likiditesi yüksek kira sertifikası fonu kurmak ve yönetmek de oldukça zor gözükmektedir. Bu amaçla bu piyasada çok fazla kira sertifikasının olması ve buna dayalı olarak vade çeşidinin fazla olabileceği çeşitli sayıda dolaşımda olan yani itfa olmamış (vadesi dolmamış) kira sertifikalarına ihtiyaç bulunmaktadır. Ancak yine de bu fonun kolay bir şekilde işletilebilmesi için 2.2.8 no'lu başlıkta anlatılan pazarın açılması gerekmektedir. Aksi halde bu tarz faizsiz fonun rekabetçi şekilde işleyebilmesi için yasal izinlerin alınması, maliyetlerin düşürülmesi konusunda Maliye, SPK gibi ilgili kamu kuruluşları ile görüşülmesi ve bu fona likidite sağlayacak kira sertifikası portföyü geniş olan katılım bankalarına ihtiyaç duyulmaktadır. Dalgalanmanın çok olmadığı bir piyasada kapalı devre usulü ile bu sistem çalışabilir gözükmektedir. Bir katılım bankası ve portföy yönetim şirketinin kendi arasında kuracağı bu yapıda; fonun büyüklüğü çok değişmediği sürece, belli bir büyüklüğe ulaşması ile maliyetler düşürülecek, her daim satılabilecek müşteri tabanı belirlenerek, sistem işleyebilir hale kavuşabilecektir. Burada önemli olan kira sertifikasının likiditesi ve fiyatlamasıdır. Kira sertifikalarının ikinci el piyasasının gelişmesi, bu ve buna benzer birçok nedene bağlı olarak sadece katılım bankacılığı açısından değil, Türkiye Sermaye Piyasaları açısından da yüksek önem ve stratejik öncelik taşımaktadır. Sadece İstanbul Finans Merkezi projesi için bile, likit kira sertifikası pazarı olan bir Türkiye, dünyadaki finans merkezi ülkeler arasında önemli bir rekabet avantajı kazanabilir.

**Değişken fon:** Fon portföy sınırlamaları itibariyle yukarıdaki türlerden herhangi birine girmeyen fonları kapsayan şemsiye fonlardır.

Bu fon türü içerdiği finansal araçların oranları itibari ile %80 gibi genel bir sınırlamaya tabi olmaksızın sürekli değişkenlik göstermesidir. Ancak fon içine konulacak finansal araçlar yine SPK'nın belir-



lediği fon sınırlamalarına dahil olacaktır. Örneğin, fon portföy büyüklüğünün azami %10'una kadar katılma hesabına yatırım yapılabilir, fon portföy büyüklüğünün en fazla %10'una kadar bir ihraççının para ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılabilir gibi genel sınırlamalara tabidir. Bu sınırlamalar fondaki risk miktarını azaltmak amacı ile SPK tarafından konulmuş genel sınırlamalardır. Ancak firmaların mevzuattaki kısıtlamalardan dolayı değişken fon yerine katılma fonu kurmaları, kurucular adına daha avantajlı gözükmemektedir. Zira %10'luk katılma hesabı sınırı veya fon toplam değerinin %10'u tek bir ihraççıya yatırım yapılabilir gibi kısıtlamalar, katılma fonunda %25, tek ihraççıda %25 yapılarak portföy sınırlamaları daha çok esnetilmiş, daha geniş hareket alanı sağlanmıştır. Katılma fonunun değişken fon özelliği görmesi nedeni ile, katılma fonunun kurulması faizsiz fon kurucuları açısından daha avantajlı gözükmemektedir. Emeklilik yatırım fonlarında bu tür fonların adı esnek fon olarak isimlendirilmektedir. Esnek fon ile finansal piyasaların durumuna göre kurucuya istediği finansal araca istediği oran kadar yatırım yapmasını sağlama kabiliyeti verebilmektedir.

**Yabancı fon:** Ülke içinde yabancı para içerikli fon kurulabilir. Yatırım yapılan ürünlere göre fonun ismi farklılık arz edecektir. Yabancı menşeli finansal araçlar alındığında ve bu araçların oranı %20 üzerine çıktığında yabancı menkul kıymet fonu işlevini kazanır. Bu durumda yabancı menkul kıymetlere yatırılan miktar asgari %80 olmak zorundadır. Dolar olarak kurulan fonlar TCMB satış kuru ile değerlendirilir ve TL bazlı işlem görür. 2015 Eylül ayında alınan SPK kurul kararı ile bu fonların döviz bazlı işlem görmesinin önü açılmıştır. Döviz bazlı işlem görmesi dolarizasyona neden olur görüşü hasil olsa da, fon sayısının, portföy büyüklüğünün ve fon işlem hacminin çok az olması dolarizasyon tehlikesini şu aşamada ortadan kaldırmaktadır. Yatırım fonu piyasasının gelişebilmesi için ilk etapta yapılabilecek ön adım olarak görülebilir.

**Katılım fonu:** Portföyünün tamamı devamlı olarak, kira sertifikaları, katılma hesapları, ortaklık payları, altın ve diğer kıymetli madenler ile Kurulca uygun görülen diğer faize dayalı olmayan para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan fonları kapsayan şemsiye fonlar.

Bu fon türü SPK tarafından sisteme yeni derç edilmiş, faizsiz finans esaslarına göre kurulacak yatırım fonlarını tarif etmektedir. Bu tanımdan tek faizsiz fon çeşidi katılma fonudur anlamı çıkmamalıdır. Zira portföyünün en az %80'ini devamlı olarak faizsiz finans esaslarına uyan hisse senetlerine, geri kalan %20'sini kira sertifikalarına yatıran hisse senedi fonu da faizsiz fon türlerinden biri olabilir. Her fon, bir içtüzüğe bağlı olarak kurulmaktadır. Mali sektör hisse senedi fonu, sanayi sektörü hisse senedi fonu gibi çeşitli hisse senedi fonları tek bir iç tüzük şemsiyesi altında her biri için ayrı bir izahname hazırlanarak kurulabilir. Aynı içtüzüğe bağlı faizli fonların yanında faizsiz fon için ayrı bir izahname hazırlanıp faizsiz hisse senedi fonu kurulabilir. Ancak bu işlem bu tür fonları fıkhi açıdan tartışmalı hale getirebilir. Aynı durum borçlanma araçları fonları gibi diğer fon türlerinde de geçerlidir. Katılma fonları adı itibari ile faizsiz finans sistemi için hazırlanıp yatırım fonları tebliğine derç edilen bir fon türü olması nedeniyle, bu fon türü için hazırlanan bir içtüzük şemsiyesi altında kurulan tüm fonların faizsiz olması esasına dayanacağından, bu ad altında fon-

ların böyle bir sakıncası bulunmamaktadır. Ayrıca, faizsiz finans esaslarına göre fon yönetirken, finansal araç çeşitliliği çok az olan faizsiz fonların, SPK'nın fon kısıtlamalarına çok fazla takılmamak, fonu biraz daha esnek bırakmak adına tanımlanmış değişken fon tarzında bir fon türüdür. Zaten katılım bankalarının finansal araçları çok sınırlı olduğu için, ilave fon kısıtlamalarına dahil olması bu piyasada iş yapmasını iyice zorlaştıracaktır. 2016 yılı öncesi için katılım bankalarının bu piyasada hemen hemen olmadığını rahatlıkla dile getirebiliriz. Son iki üç yıldır emeklilik sistemindeki fonlar sayesinde biraz varlığını göstermeye başlamış olmakla birlikte, bu durumun ana nedeni olarak BES'teki (Bireysel Emeklilik Sistemi) ilave %25'lik devlet katkısı olduğunu söyleyebiliriz. Zira aynı büyüme konvansiyonel emeklilik şirketlerinde ve emeklilik fonlarında da gerçekleşmiştir.

Bu fon türünde ya da diğer fonlarda da, faizsiz finansa özgü ürünler olan mal murabahası (kısa vadeli varlıkların değerlendirilebilmesi), tevarruk (fondan nakit çıkışı nedeniyle varlıkların bu nakit çıkışı nedeniyle düşük fiyattan elden çıkarılmaması için uygulanabilecek bir ürün) yöntemi ile fon bulmasını sağlayacak ürünlerin tezgahüstü pazarlarda fon portföy büyüklüğünün belli kısmına kadar yapabilmesine imkân verebilecek bir yapı geliştirilebilir. Şu an ki SPK mevzuatında bu ürünler belirtilmiş olmamak ile birlikte, fon yöneticileri bu tür işlemleri yaptığında Sermaye Piyasası Kurulu bu işlemlere uygulama aşamasında izin vermektedir. Fonların organize olmayan piyasalarda yapacağı işlemler fon portföyünün %10'una kadar sınırlandırılmıştır ve OTC'de yapılan işlemlerin borsaya tescil edilmesi gerekmektedir. Ancak bu ürünler organize olmayan piyasalarda yapıldığı için, belli bir oransal izin bile fonların likidite yönetimini kolaylaştırır. Ayrıca mal murabahası ve tevarruk işlemleri de Londra Metal Borsası brokerları (komisyoncu, aracı) aracılığı ile yapıldığı için borsaya tescil edilebilme imkânı olmamaktadır. Yurtiçinde fon portföyünde likidite amaçlı kullanılacak swap işleminin bile borsaya kote ettirilmesi mümkün gözükmemektedir (her işlem de ayrı sözleşme olması hasebi ile katılım bankaları swap işlemini spot ve forward olarak iki ayrı işlem olarak yapmaktadır). Şu aşamada cayma hakkı içeren forward, swap veya mal murabahası işlemleri faizsiz finans esaslarına göre kurulmuş serbest fonlarda sınırlı olarak yapılabilmektedir. Ayrıca bu tarz işlemlerin fon portföyünde yaygınlaşmasına danışma kurulu üyelerinin sıcak bakmayacağını söyleyebiliriz. Zira fon bir para kazanma aracıdır ve kişiler/firmalar elindeki nakit varlıkları değerlendirmek amacıyla bu araçlara yatırım yaparlar. Katılım bankalarında bahsedilen ürünler çok sınırlı sayıda maslahat (zorunluluk) gereği yapılmaktadır. Fonlarda bu tarz işlemlerin yapılması, bu işlemin geniş müşteri kitlesine yapılmasına imkân verecek ve bir nevi paradan para kazanma durumu ortaya çıkarabilecektir.

Katılım fonu fiyatı da diğer tüm fonlarda olduğu gibi fon portföyündeki varlıkların toplam değeri bulunarak hesaplanmakta ve katılma birim pay fiyatı olarak açıklanmaktadır. Bu fon ile de çok farklı finansal araçlara yatırım yapılmaktadır, ancak hesaplama yöntemi değişmemektedir. Fonun yatırım yaptığı her hisse senedinin, kira sertifikasının veya katılma hesaplarının birim pay değerleri ve getirileri mevcuttur. Bu varlıkların fiyatlarının sahip olunan adetler ile çarpılması sonucunda katılma payının fiyatı ve bu fonun getirisi veya kaybı da kolay bir şekilde hesaplanabilir.

Fon içinde oransal olarak hangi varlık fazla ise, bu varlık fiyatının artışı ya da azalışı katılım fonunun fiyatını daha çok etkileyecektir.

Hali hazırda emeklilik firmalarının, bankalar, katılım bankaları aracılığı ve kendi dağıtım kanalları aracılığı ile müşterilerine sundukları hisse senedi, kira sertifikaları, katılma hesapları, altın gibi finansal ürünlere dayalı olacak şekilde faizsiz BES (Bireysel Emeklilik Sistemi) emeklilik fonları mevcuttur ve bu fonlar hatırı sayılır bir büyüklüğe ulaşmıştır. SPK'nın yayınladığı yeni yatırım fonları tebliği ile beraber ve finansal kuruluşların destekleri ile yatırım yapılacak finansal araçlar arasına faizsiz fonlarında eklenmesi ve büyümesini bekleyebiliriz. 2017 Temmuz ayı itibarı ile bu esasta çalışan 36 adet katılma fonu kuruldu ve kurulmaya devam etmesi beklenmektedir. Ama faizsiz yatırım fonları hala çok küçük ve fazlası ile büyümesi gerekmektedir. Piyasa oyuncuları faizsiz fon olarak sadece katılma fonu türünü görmekte ve çalışmalarını da buna göre yapmaktadırlar. Böylece iç tüzük, izahname, yatırımcı bilgi formu gibi yatırım fonu için hazırlanan tüm dokümanlar da dil ve işleyiş olarak faizsiz finans esaslarına uygun yapılmaktadır/yapılmalıdır. Sadece hisse senedi şemsiye fonu altında faizsiz finans kurallarına uygun şekilde yazılmış bir şemsiye iç tüzüğüne bağlı farklı izahnameler yazılarak çeşitli faizsiz hisse senedi fonları kurulabilir. Aynısı diğer fon türleri içinde yapılabilir ama pazar şu aşamada çok küçük ve böyle derinlemesine iş yapılması hem uğraştırıcı hem de maliyetli olabilmektedir. Ayrıca faizli tarafta bile yıllardır bu alana ilgi az olduğu için faizsiz finans tarafında da bile kira sertifikası fonu (T+1 valörlü çalışmaktadır) ve kısa vadeli kira sertifikası fonu(T+0 yani aynı gün valörlü çalışmaktadır) hariçinde menkul kıymet fonlarında piyasanın büyümesi zaman alacaktır.

Katılma fonlarının altında çeşitli faizsiz fonların kurulmasında oluşabilecek tek çekince, fon isimlerinde birer karışıklık yaşanabilme olasılığıdır. Zira faizsiz fonlar az hisse ağırlıklı, yoğun hisse ağırlıklı, kamu kira sertifikası ağırlıklı, özel sektör kira sertifikası ağırlıklı, altın vb. yatırım araçlarına dayalı olarak tek katılma şemsiyesi fonu altında farklı faizsiz fonlar kurulabilir ve bunların da getirileri birbirinden oldukça farklılık gösterebilmektedir. Yatırımcılar katılma ibaresini görünce faizsiz olduğunu anlayabilecekler ama bu fonların hangi varlıklara yatırım yaptığı noktasında fonu ayrıca incelemeleri gerekecektir. Yukarıdaki sayılan menkul kıymet fon türleri gibi net ayırma tabi tutulacak alt kategoride fon unvanları verilebilmelidir. Ama şu aşamada pazarın çok küçük olması, bu ayrımı anlamsız kılmaktadır. Sektördeki faizsiz fonların bir kısmı hisse ağırlıklı, büyük kısmı da kira sertifikası ağırlıklı ve çok azı da altına dayalı olarak kurulmuştur ve fon getirileri de birbirinden çok farklılık arz etmektedir. SPK, 2017 Mayıs ayında katılma fonları altında "para piyasası katılım fonu" ve "kısa vadeli kira sertifikaları katılım fonu" kurulabileceğine dair bir düzenleme yapıp yatırım fonları rehberinde yayınlamıştır. Para piyasası fonları ile kısa vadeli borçlanma araçları fonlarına ilişkin olarak yatırım fonları tebliği ve rehberinde yer alan hükümler bu fonlar için de kıyasen uygulanmasına karar vermiştir. Bu düzenleme ile 2017 Temmuz ayı itibarı ile para piyasası fonu ve kısa vadeli tahvil-bono fonuna alternatif olarak katılma şemsiye fonu altında kısa vadeli kira sertifikası katılma fonları kurulmuş ve sektörde günlük alım-satımına konu olabile-

cek bir finansal araç oluşturulmuştur. Fon portföyündeki varlıkların vadesi kısa vadeli borçlanma araçları fonlarında olduğu gibi ortalama 25 gün ile 90 gün olmak zorundadır. Burada mühim olan konu, bu vadede ve fiyat dalgalanması sonucu fiyatının eksi getiri yazmayacağı veya portföydeki diğer finansal araçlarla bu eksi getiriyi kapatabilecek kira sertifikaları, katılma hesapları gibi yatırım araçlarını fon portföyüne koyup fonu günlük artı getiri verecek şekilde yönetebilmektir. Katılma fonu altında para piyasası fonunun kurulabilmesi ve teknik olarak işleyebilmesi için de taahhütlü işlem pazarının kurulması gerekmektedir. Bu pazarın Temmuz 2017 itibari ile 2018 Mart ayında açılması planlanmaktadır. Hem piyasa oyuncularının hem düzenleyici otoritenin yaptığı işlemler, faizsiz fon pazarının faizli fon pazarına yakınlaştırmakta ve çok büyük oranda benzer özellikler taşıyacağını göstermektedir.

**Yatırım fonlarında vergilendirme:** Menkul kıymet yatırım fonlarında vergilendirme konusuna değinecek olursak; gerçek kişi mükellefleri için, belli bir orana kadar hisse senedi yoğunluğu taşımayan fonlarda %10 stopaj uygulanırken, hisse senedi fonlarında stopaj oranı %0 olarak uygulanmaktadır. Bu vergilendirmeler nihai vergi olup, ilave vergilendirme yapılmamaktadır. Tüzel kişilerde ise vergilendirme farklılık arz etmektedir. Tüzel kişilerin yani firmaların yatırım fonlarından elde ettikleri kazançlar kurum kazancına dahil edilmektedir. Kurumlar bu gelirini 645 menkul kıymet satış kârları ve 655 menkul kıymet satış zararları kalemlerinde takip ettikleri için, fon kazançları kurumlar vergisine tabi tutulmaktadır.

Yatırım fonlarının ve kira sertifikalarının alım-satım kazançları ile ilgili vergilendirmeyi Ek/3'te bulabilirsiniz.

### 5.2.1.1 Portföy Sınırlamalarına İlişkin Esaslar

Yatırım fonlarının yönetilme ilkelerinin başında riskin dağıtılması ilkesi gelmektedir. Bu kapsamda, SPK yukarıda anlatılan menkul kıymet yatırım fonlarının yönetimini yaparken, riskin dağıtılması ilkesi gereği portföy sınırlamaları kurallarını getirmiştir. Diğer bir ifade ile yumurtaların hepsini aynı sepete konulmaması adına, yatırım fonu portföyündeki finansal araç çeşitliliğini kanunen zorunlu tutmuştur. Fonları yöneten portföy yöneticileri aşağıda belirtilen fon sınırlamaları kurallarına uymak zorundadırlar. Bu kurallara uymayan kurumlara kanuni yaptırımların yapılması söz konusudur. Faizsiz finans esaslı fonlarda bu kısıtlamalara tabi oldukları için, kanunen bu kurallara uymak durumundadırlar. Bu kısıtlamaların piyasada ki yatırım yapabilecekleri faizsiz finansal araçların az olması nedeni ile fon yönetim işlerini biraz daha zorlaştırdığını söyleyebiliriz. Zira katılım bankalarının çalışma ilkeleri gereği SPK'nın belirttiği kısıtlamaların yanında, kendi çalışma kurallarında uymak zorunda olduğu için danışma kurulu kriterleride kendilerini fazlası ile sınırlamaktadır. Ancak risklerin yönetilmesi açısından bu kriterlerin piyasada uygulanması kaçınılmaz bir durumdur.

### Fon portföyüne alınacak varlıklar ve ihraççılarına ilişkin sınırlamalar;<sup>4</sup>

(1) a) Fonun toplam değerinin %10'undan fazlası bir ihraççının para ve sermaye piyasası araçlarına ve bu araçlara dayalı türev araçlara yatırılmaz. Bu oranın hesaplanmasında ipotek ve varlık teminatlı menkul kıymetler dikkate alınmaz ve bu varlıklara yapılacak yatırımlar için birinci cümlede belirtilen oran %25 olarak uygulanır. Örneğin, fonun toplam değeri 100 milyon TL ise, en fazla on milyon TL'lik bir ihraççı kuruluşun bonusu veya hisse senedi satın alınabilir, ya da en fazla 25 milyon TL bir VKŞ'nin ihraç ettiği kira sertifikasına yatırım yapılabilir. Azami on milyon TL'lik THY hisse senedi, 25 milyon TL Kuveyt Türk'ün kaynak kuruluş olduğu KT VKŞ'nin kira sertifikası, 25 milyon TL Halk Bankası'nın ihraç ettiği VDMK (Varlığa Dayalı Menkul Kıymet) veya on milyon TL'lik Ziraat Bankası'nın finansman bonusu fon portföyüne alınabilir.

b) Fon toplam değerinin %5'inden fazla yatırım yapılan ihraççıların para ve sermaye piyasası araçlarının toplam değeri fon toplam değerinin %40'ını aşamaz. 100 milyon TL'lik fon büyüklüğü örneğinden gidecek olursak; fon portföyüne %5 oranından fazla dahil edilmiş hisse senetlerinden en fazla 40 milyon TL'ye kadar fon portföyüne dahil edilebilir. Kısacası 100 milyon TL portföy büyüklüğündeki yatırım fonunda beş milyon TL ve üzeri yatırım yapılan hisse senetlerinden en fazla sekiz farklı hisse senedi olabilir. A portföy yönetim şirketine ait X katılma yatırım fonu portföyünde; fon toplam değerinin %9 Albaraka, %9,5 THYAO, %8 BİM, %7,5 Akçansa hisse senetlerine yatırım yapılmış ise, en fazla %6 oranla sadece tek bir hisse senedi yatırımı yapılabilir. Geri kalan yatırım yapılabilir hisse senetleri oranları %5 oranının altında olmak zorundadır. Yasal olarak %40'ı geçtiğinde Takasbank'dan uyarı gelir, aşım miktar sayıları fazlaştıkça SPK'nın uygulayacağı yaptırımlar çok daha ağır olacaktır.

c) Fon toplam değerinin %35'sinden fazlası Kurulun finansal raporlama standartlarına ilişkin düzenlemeleri kapsamında, aynı grubun para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılmaz. 100 milyon TL'lik örnekten tekrar gidecek olursak; en fazla 35 milyon TL'lik Yıldız Holding, Sabancı Holding, Koç Holding, Albaraka, Kuveyt Türk gibi grupların hisse senedi (Arçelik, Tofaş, Ford, Aygaz vs.), kira sertifikası, katılma hesabı gibi para ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılabilir. Emeklilik fonlarında bu oran %30 olarak uygulanmaktadır.

ç) Fon portföyüne bir ihraççının borçlanma araçlarının tedavülde olan ihraç miktarının %10'undan fazlası dahil edilemez. Bu oranın hesaplanmasında ihraççının tüm borçlanma araçlarının, borçlanma aracının fon portföyüne dahil edildiği tarihteki tedavülde olan ihraç tutarının piyasa değeri esas alınır. 100 milyon TL'lik portföy büyüklüğü örneğinden gidecek

<sup>4</sup> <http://www.spk.gov.tr/apps/Mevzuat/?submenuheader=-1> [Erişim 2015]

olursak; fona dahil edilen beş milyon TL'lik ABC firma bonosuna ilave olarak aynı kuruluş mevcut bononun itfası gelmeden yeni bir bono daha ihraç etmek isterse yatırım fonuna en fazla beş milyon TL'lik ABC firmasının bonosu alınabilir. Bono yerine kira sertifikası gibi varlığa dayalı menkul kıymet olduğunda "a maddesinde" belirtildiği üzere %10'luk oran uygulanmayacaktır. Yani kira sertifikalarında ihraççı sınırlaması uygulanmamaktadır.

d) TCMB, Hazine Müsteşarlığı ve ipotek finansmanı kuruluşları tarafından ihraç edilen para ve sermaye piyasası araçları için bu fıkrada yer alan sınırlamalar uygulanmaz. Bu bent kapsamında tek bir varlığa yapılan yatırım, fon toplam değerinin %35'ini aşamaz. Devletin borçlanma araçlarında sınırlamaları oldukça esnetilmiştir. Bu madde ile devlet piyasadan hem kolay bir şekilde borçlanabilecek hem de bu kâğıtların risk düzeyi çok düşük olduğu için, portföy veya risk sınırlaması olmaksızın fon portföyüne dahil edilebilecektir.

(2) Fon tek başına hiçbir ihraççının sermayesinin ya da tüm oy haklarının %10'undan fazlasına, aynı yöneticinin yönetimindeki tek bir kurucuya ait fonlar ise toplu olarak, hiçbir ihraççının sermayesinin ya da tüm oy haklarının %20'sinden fazlasına sahip olamaz. A portföy yönetimi şirketi bir firmanın en fazla %20'sine yatırım yapabilir, yani o şirketin hisse senetlerini yönettiği fonlara alabilir (tüm hisse senetlerinin tek oy hakkına sahip olduğu, imtiyazlı hisse senedi olmadığı varsayılmıştır).

(3) Aracı kuruluş ve ortaklık varantları ile sertifikalara yapılan yatırımların toplamı fon toplam değerinin %10'unu aşamaz. Tek bir ihraççı tarafından çıkarılan varantlar ile sertifikaların toplamı ise fon toplam değerinin %5'ini aşamaz. Varantlar ve sertifikalar kaldıraçlı finansal ürünler olmaları ve işleyişinin faizsiz finans ilkelerine aykırı olması nedeniyle faizsiz fon portföylerine dahil edilmemektedirler.

(4) Fon toplam değerinin en fazla %10'u, 12 aydan uzun vadeli olmamak şartıyla, bankalar nezdinde açılan mevduat/katılma hesaplarında ve mevduat sertifikalarında değerlendirilebilir. Ancak tek bir bankada değerlendirilebilecek tutar fon toplam değerinin %3'ünü aşamaz. Katılım fonlarında bu fıkranın birinci cümlesinde belirtilen oran %25, ikinci cümlesinde belirtilen oran ise %10 olarak uygulanır. Bu madde ile faizsiz fon sınırlamaları bir nebze esnetilmiştir. Zira piyasada çok az katılım bankasının olması, kira sertifikalarından katılım hesaplarına kadar her türlü finansal aracı çok sınırlanmaktadır.

### 5.2.1.2 Yatırım Fonlarında Risk Sınıflandırılması

Risk değeri, fon getirilerinin yıllık dalgalanmaları üzerinden hesaplanan (haftalık getiriler üzerinden hesaplanıp sonra yıllığa çevrilir) ve aşağıdaki tablo 5.2’de ki risk derecelerine yerleştirme sonucunda elde edilen değerlerdir.

**Tablo 5.2: Yatırım fonları risk seviyesi**

#### Fon Risk Seviyesi



\* Risk değerleri; fonların volatilitesi dikkate alınarak, haftalık getiriler kullanılmak suretiyle hesaplanır. En az risk 1, en fazla risk 7 olmak üzere risk değeri 1-7 arasındadır.

Risk Değeri	Volatilité Aralığı		Risk Değeri	Volatilité Aralığı	
	Dahil	Hariç		Dahil	Hariç
1	0	0,5	5	10	15
2	0,5	2	6	15	25
3	2	5	7	25	
4	5	10			

Risk düzeyi, fonun yatırım stratejisi ve portföy yapısına göre değişiklik göstermektedir. Genel olarak, fonun risk düzeyi arttıkça, getiri ve kayıp potansiyeli de artmaktadır. Yatırım fonlarında risk düzeyi hesaplanması geçmiş dönem verilerine bakılarak yapılır ve her fonun bir risk seviyesi belirlenir. Son dört ay içerisinde haftalık bazda yapılan her bir hesaplama sonucunda mevcut risk değerinin, fonun mevcut risk değerinden farklılık arz etmesi durumunda, bu risk değerinin güncellenmesi gerekmektedir. Yatırım fonunun risk seviyesi de portföyünde bulundurduğu varlıklara göre değişecektir.

Finansal araçların yıllık dalgalanmaları incelendiğinde, her bir finansal aracın birbirine göre risk dereceleri farklılık arz edecektir. Bu farklılıklar çeşitli istatistiksel yöntemler kullanılarak hesaplanır. Örneğin; hisse senetleri, kira sertifikalarına göre daha çok dalgalıdır. Çünkü hisse senetlerinin piyasa şartlarından etkilenme olasılığı çok daha yüksek olduğu için, fiyat oynaklığı kira sertifikalarına göre daha yüksektir. Aynı şekilde kaldıraçlı şekilde kullanılan türev ürünlerin risk seviyesi, hisse senetlerine göre çok daha yüksektir. Yatırım fonları getirileride fon portföyündeki varlıklardan oluştuğu için, fon içindeki varlıklara göre yatırım fonu getirileri/fiyatları da dalgalanacaktır. Bu kapsamda, katılma fonlarının risk seviyeleri incelendiğinde, portföyünde hisse senedi taşıyan yatırım fonlarının risk seviyesi daha yüksek olacaktır. Portföyünde hisse senedi ağırlığı daha çok arttıkça, bu seviye daha da yükselecektir. Portföyünde kira sertifikası ağırlığı olan yatırım fonlarının risk seviyesi ise kısmen daha düşüktür. Bunu bir örnek ile açıklayacak olursak; portföyünün %80'i hisse senedinden oluşan yatırım fonunun risk seviyesi beş değerini alabilirken, hisse senedi portföy oranı %50 seviyelerine düşerse risk seviyesinin dört değerini alma olasılığı daha yüksek olacaktır. Tabi portföyün hisse senedi dışında kalan diğer varlıkların risk seviyesi çok daha düşük kira sertifikası ve katılma hesaplarında değerlendirildiği varsayımı altında bu değerler verilmiştir. Portföyünde %80 itibarıyla kira sertifikası taşıyan yatırım fonunun risk seviyesi iki olarak verilebilir veya hesaplanma sonucunun böyle çıkma olasılığı yüksektir. Peki hangi yatırım fonları için risk seviyesi bir olarak hesaplanır diye bakacak olursak; bu seviye likit fonlar, yeni tebliğ ile para piyasası fonları için hesaplanabilir. Genel olarak piyasalarda dalgalanma azaldıkça risk seviyesi puanlarının daha düşük değerleri alma olasılıkları yükselecektir. Örneğin; Amerika veya Almanya'da hisse senetleri için hesaplanan dalgalanma düzeyi Türkiye veya derecelendirme notu yatırım yapılabilir seviye altındaki bir ülkenin hisse senetleri piyasaları için hesaplanan risk düzeyi ile aynı olmaz.



## 5.2.2 Borsa Yatırım Fonları

Borsa yatırım fonları (BYF), bir endeksi baz alan, baz aldığı endeksin performansını yatırımcılara yansıtmayı amaçlayan ve payları borsada işlem gören yatırım fonlarıdır. BYF bir endekse, emtiaya dayalı olarak çıkarılmakta ve baz aldığı endeks veya emtia kapsamındaki varlıklara endeksteği ağırlıkları oranında yatırım yapmaktadır. Örneğin, BIST 30 endeksine yatırım yapmak isteyen bir yatırımcı, endeksteği payları ayrı ayrı almak yerine endekse dayalı BYF'ye yatırım yaparak, söz konusu endekse yatırım yapma imkânı bulmakta ve endeksin getirisinden yararlanabilmektedir.

Borsa yatırım fonları, yetkili aracı kuruluşlar, yeni kanun ile portföy yönetim şirketleri tarafından yatırımcılardan toplanan nakit ile, baz alınan endeksteği menkul kıymetlerin satın alınmasıyla oluşturulan portföylerdir. Bu fonlar, baz aldıkları endeksteği payları ya da diğer araçların (altın, tahvil, döviz vb.) getirisini yansıtmakta ve riskini taşımaktadır. BYF katılma belgeleri, aracı kurumlar vasıtasıyla Pay Piyasası'nda alınıp satılabilmektedir.<sup>5</sup>

Türkiye'de faizsiz finans esaslarına göre Bizim Menkul Değerler ve katılım bankalarının ortaklığı ile kurulmuş "Katılım Endeksi Borsa Yatırım Fonu" bulunmaktadır. Ancak katılım bankalarında hisse senetleri, mevcut piyasadaki banka hisselerinin ağırlığı ve pay piyasasının gelişmemesi nedeni ile derinlik kazanamamıştır. Bu nedenle katılım endeksi de yeterli ilgiyi görememektedir. Bankacılık sektöründe altın ve gümüşte lider konuma sahip olan Kuveyt Türk Katılım Bankası'nın kurmuş olduğu Gold Plus altın yatırım fonu ile Silver Plus gümüş yatırım fonu faizsiz finans esaslara göre kurulmuş diğer borsa yatırım fonlarıdır. Adından da anlaşılacağı üzere biri gümüşü diğeri de altını baz alarak Borsa üzerinden bu değerli metallerin alım-satım arasındaki cüzi fiyat farkları ile (marj) alım-satım fırsatı sunulmaktadır. Altın ve gümüş aşırı spekülâtif hale gelmeden önce çok hızlı büyüyen bu fonlar, baz aldıkları değerli metalin spekülâtif hale gelmesi ve hemen hemen tüm bankaların kendi dağıtım kanalları üzerinden alım-satım arasındaki cüzi fiyat farklarıyla alım-satım fırsatının sunulması, bu fonlara olan ilgiyi azaltmıştır. Bu fonların piyasadaki borsa yatırım fonlarından farkı; borsa yatırım fonlarındaki korelasyon oranının asgari %90 olması şartıdır. Fon yöneticisi duruma göre fona %90 baz alınan varlığı koyup geri kalanını repoda değerlendirebilir. Katılım bankaları kuracakları hiçbir fonda faizli finansal araçlarda varlıklarını değerlendiremezler, borç alıp veremezler, ödünç piyasası işlemlerine konu edemezler.

<sup>5</sup> Borsa Yatırım Fonları Tebliği (III-52.2), **Resmi Gazete**, 28701, 27 Ekim 2013

Fonların işleyişine biraz değinecek olursak; piyasada altının fiyatı 100 TL ise, Kuveyt Türk'ün kurmuş olduğu Goldplus altın fonunun fiyatı da 1 gram = 1 katılma payı olduğu için 100 TL üzerinden işlem görecektir. Yıllar itibarı ile altının piyasa fiyatıyla fon fiyatı arasında, fonun yönetim ücreti ve diğer giderlerden dolayı farklılaşma olabilecektir. Zira fon gider kesintileri fonun içinden karşılanmaktadır. Yatırımcı bu fondan aldığı anda, altının yükselmesiyle artış miktarı kadar kazanç elde etmiş olacaktır. Aynı şekilde düştüğünde, düşüş kadar zararı olacaktır. Burada yatırımcının maliyetleri fon yönetim ücreti ile bu fonların borsada işlem görmesi nedeni ile aracı kurumlar üzerinden alım-satımının yapılması zorunluluğu gereği, aracı kurumlara ödenen alım-satım komisyonudur. Ayrıca fon kurucusu altın saklama bedelini fonun içinden tahsil ediyorsa, bu bedel ile denetim gibi zorunlu giderler de fonun masrafı olacağı için yatırımcı açısından çok cüzi de olsa ilave maliyetler oluşmaktadır. Başkaca ilave getiri veya kazanç bulunmamaktadır.

Kanunen BYF'lerin portföyünde bulunan varlıkların %75'i faizli olarak ödünç verilebilir. Bu şekilde fon ilave getiri elde ederek, bu getirinin fona yansıtılması sonucu fon değer kazanmış olacaktır. Fonu elinde bulunduran yatırımcı da, ödünç işlemlerden dolayı fonun değer kazanması ile ilave getiri elde edecektir. Ancak bu getiri faizli işlemlerden kaynaklı getiri olduğu için bu kazanç faizsiz finans ilkelerine uymamaktadır. Örneğin 100 kilo büyüklüğünde altın BYF'si olduğunu düşünelim. Fon yöneticisi bu fondan 75 kilo altını belli faiz oranı üzerinden 90 günlük vadede ihtiyaç duyan kişi veya kuruluşa ödünç vererek fon için ilave getiri elde etmiş olacaktır. Ödünç alan taraf 90 günlük süre zarfında bu altının zilyetliğini elinde bulundurduğu için tasarruf yetkisine haiz olacaktır. Dolayısı ile elde edilen 75 kilo altını piyasada alıp, satabilir ve her türlü işleme konu edebilir. Ödünç veren taraf bu altını ödünç verdiği için, 90 günlük süre zarfında 75 kilo altın üzerinden tasarruf yetkisini sınırlamıştır. Eğer ödünç verilen bu altın, asıl sahibi tarafından tekrar alım-satıma konu edilirse türev ürün oluşturulmuş olacak, gerçekte 75 kilo olan altın, hem ödünç alan hem de ödünç veren kişi/kurum tarafından kullanılırsa piyasada 150 kilo altın varmış gibi işlem görecektir. Bu işlem fıkhi açıdan uygun olmadığı için ödünç verilen altının getiri elde edecek şekilde verilmesi ve verilen altının veren tarafından da kullanılmasının fıkhi açıdan uygun olmadığı dile getirilmektedir. SPK mevzuatında bununla ilgili herhangi bir kısıtlama bulunmamak ile birlikte katılım bankalarında bu tür ürünler kullanılmamaktadır.

Borsa yatırım fonları, ülkemizde Avrupa veya Amerika'da gördüğü derecede rağbet görmemiş, sermaye piyasaları üzerinde varlığını ve etkisini hemen hemen yitirme noktasına gelmiştir. Tüm gelişmiş ülkelerde ve gelişmekte olan ülkelerin çoğunda çok başarılı olduğu halde Türkiye'de başarısız olmaları sorgulanması gereken bir durumdur. Temel neden, düzenleyici otoritelerin gelişmiş ülkelerde BYF'ler başta olmak üzere kolektif yatırım araç-

larına pozitif ayırmıcılık uygulamaları ve vergi dahil birçok avantaj sağlamalarına rağmen, Türkiye’de pozitif ayırmıcılıktan ziyade, aşırı regülasyon uygulanması sonucu negatif ayırmıcılık yapıldığı söylenebilir. Dolayısı ile bireysel ve kurumsal yatırımcılar için doğrudan varlığa yatırım, BYF’ye veya yatırım fonuna yatırımdan daha cazip hale getirmektedir. Özellikle altın ve gümüş gibi emtiaya dayalı borsa yatırım fonlarında, yatırımcının bankalar gibi emtia alım-satımı yapabilecekleri alternatif dağıtım kanalı imkânlarının olması; hisse senedi borsa yatırım fonlarında ise yatırımcının hem hisse senedine uzak durması hem de doğrudan hisse senedi yatırımı yapabilmesi veya herhangi bir hisse senedi yatırım fonunu alabilmesi, BYF şeklinde kurulmuş olan fonlara olan ilgiyi azaltmaktadır. Ayrıca yatırımcının uygun fiyat marjlarıyla bankalardan aldığı altınlar için elde edilen kârdan vergi ödemezken, altın veya gümüş BYF’si alıp %10 vergiyi neden ödesin (altın kazançları beyana tabi olduğu için yatırımcının çoğu beyan etmemekte, Maliye uzmanları da bu konuda araştırma veya inceleme yapmamaktadırlar).

Aşağıdaki tablodan da açık şekilde anlaşılacağı üzere BYF’lere olan ilgi her geçen yıl azalmaktadır. 2015 yılında mevcut olan 14 adet BYF ise, SPK’nın borsa yatırım fonlarına ilişkin yeni düzenlemesinde yer alan fon büyüklüğü kriteri (üç milyon TL), borsanın piyasa yapıcılığı düzenlemesi, vergisel dezavantajlar, yatırımcı ilgisizliği ve düşük kâr oranları gibi nedenlerden dolayı kapanma ile yüz yüze kalmıştır.

**Tablo 5.3: Borsa yatırım fonları işlem hacimleri**

Yıl	BYF (Milyon TL)	BYF (Milyon ABD\$)
2010	14.109,94	9.445,44
2011	8.731,44	5.266,73
2012	8.256,80	4.611,46
2013	8.368,08	4.515,01
2014	3.829,13	1.753,57
2015	3.726,09	1.398,76
2016*	2.033,72	692,58

\*Kaynak : Borsa İstanbul, \*2016 yılı verileri yılın ilk on ayının toplamını göstermektedir.

### 5.2.3 Serbest Yatırım Fonları

Serbest yatırım fonları menkul kıymet fon türleri arasında yer alıp, menkul kıymet fon türleri ile aynı vergilendirme rejimine tabidir. Bu fonlar, diğer yatırım fonlarından farklı olarak herhangi bir karşılaştırma ölçütü kullanmadan ve piyasa getirisinden bağımsız olarak

mutlak getiri sağlamayı amaçlayan yatırım stratejileri uygulamakta olup, bu amaca uygun olarak başta türev araçlar olmak üzere çeşitli yatırım araçları kullanılmaktadır. Serbest yatırım fonu portföyüne alınabilecek varlıklar bakımından menkul kıymet yatırım fonlarından swap sözleşmeleri, varant, borsa dışı opsiyon sözleşmeleri vb. türev ürünler dışında bir farkı bulunmamaktadır. Bununla birlikte serbest yatırım fonları; menkul kıymet yatırım fonlarından farklı olarak açığa satış ve kredili menkul kıymet işlemi gerçekleştirebilmektedirler. Ayrıca türev araçlar nedeniyle maruz kalınacak açık pozisyon tutarının, toplam açık pozisyon tutarının ve borçlanma sınırlarının “ Yatırım Fonları Tebliği’inde” yer alan sınırlamalara tabi olmadan fon içtüzüklerinde belirlenmesi mümkündür<sup>6</sup>. Tebliğler ile fon yönetiminde adı gibi her türlü serbestlik hakkı tanınmıştır.

Katılım bankaları bu tür fonları portföy yönetim şirketleri aracılığıyla kurdurtup kendi dağıtım kanallarından satabilme imkânlarına sahiptirler. Ancak bu işlemleri yaparken, diğer fonlarda olduğu gibi fona alınan varlıklara dikkat edilmesi gerekmektedir. Bu fonların özü itibarıyla aşırı risk alıp, çok fazla getiri elde etme amacı güdülmüştür. Bu nedendir ki swap, opsiyon, açığa alım-satım gibi aşırı risk unsuru olabilecek ürün ve işlemlerin fonda yapılmasına imkân verilmiştir. Ancak bu fon türü özelinde bahsedilen ürünlerin hemen hemen hepsi faizsiz finans ilkelerine uygun değildir ve katılım bankaları hazineleri tarafından yapılan swap işlemleri hariç uygulanmamaktadır. Bu tarz türev ürünlerin sektör içinde yaygınlaşması arzu edilen bir durum değildir. Dolayısıyla kullanılmayan ürünlere dayalı bir fon kurmak, serbest fonu faizsiz finans sektörü için imkânsız hale getirmektedir. Ancak katılım bankaları mevcut piyasa uygulamaları dışına çıkarak farklı stratejide serbest fonlar geliştirilebilir. Örneğin, serbest fon bünyesine daha az risk unsuru teşkil edecek her türlü kira sertifikaları, katılım hesapları, hisse senetleri, altın gibi varlıklar konularak herhangi bir portföy sınırlaması gözetmeksizin fonun yönetimi gerçekleştirilebilir. Riskli işlemler yapmak veya bu tür işlemlerden korunma (hedge) amacıyla katılım bankalarının uyguladığı forward işlemi, serbest fon portföyüne dahil edilebilir. Swap veya forward işlemlerini fon portföyünde tamamen yapılması ile repo tarzı likit fon kurulabilir. Ancak fon portföyünde yoğun şekilde yapılacak swap işlemlerine bazı danışma kurulu üyeleri paradan para kazanma olarak yorumlamaları nedeniyle uygunluk vermemektedirler. Ayrıca bu tarz işlemlerin hepsinin OTC’de yapılması nedeniyle SPK’nın bu tarz işlemler için yeni düzenlemeler yapmasını gerektirebilir. Portföy içindeki varlıklara bakılmaksızın adının serbest fon olmasından dolayı sadece nitelikli müşterilere yani nakit veya finansal araçlarda bir milyon TL varlığı olan kurum veya kişilere satılabilir, genel müşterilere yani herkese satılamaz. Yatırımcı yönünden kısıtlamaya gidilmiştir ki bu da müşteri kitlesini oldukça daraltmaktadır.

<sup>6</sup> <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=819&submenuheader=-1> [Erişim Mayıs 2015]

Menkul kıymet fonlarında bahsedilen portföy sınırlamaları bu fonlar için geçerli olmadığı için portföy yönetimi çok daha kolaydır. Finansal araçlar arasında hareket kabiliyeti sağladığı için de kira sertifikalarına dayalı kurulacak bir serbest fonun, menkul kıymet fonlarına göre daha yüksek getiri elde etme olasılığı daha fazladır. Piyasada 2017 Ocak ayı içinde kurulmuş dört adet faizsiz esaslara göre çalışan serbest yatırım fonu bulunmaktadır. Bu tür fonlar menkul kıymet yatırım fonlarında olduğu gibi bir VKŞ'nin ihraç ettiği kira sertifikasının azami %25'ini fon portföyüne alır gibi oranlar ile sınırlandırılmayıp, istedikleri finansal ürünlerden istedikleri kadar alabildikleri için çok kolay hareket kabiliyeti sağlanmıştır. Bu fonlar ile amaçlanan, portföy sınırlamalarına takılmadan, yüksek getirili özel sektör kira sertifikalarını portföye alabilmek veya hisse senetlerine yatırım yapabilmektir. Bu iki aracın faizsiz finans piyasasında az olması, bu tür fonların menkul kıymet yatırım fonu tarzında kurulmasını elzem kılmıştır. Ayrıca getiriye dikkat eden nitelikli müşterilere satılması nedeniyle fon yönetim ücreti daha düşük belirlenerek fon getirisinin yükseltilmesi amaçlanmıştır.

Bu fonu yatırımcı açısından değerlendirecek olursak, yatırımcı elde edeceği getiriye bakacaktır. Getiri yüksek ise yatırımcı fonu elinde tutar, dolayısıyla fon devam eder, kapanmaz. Aksi halde yani kayıp olması durumunda yatırımcı fonu satıp çıkacağı için fon kapanma riski ile yüz yüze kalacaktır. Fon riskli varlıklardan oluştuğu ve yönetilmesi zor olduğu için, yönetim ücreti de riske göre yüksek olacaktır. Fon yönetim ücretinin diğer fonlara göre yüksek olması ve tavan bir sınırlama getirilmemesi, yatırımcı aleyhine bir durum teşkil etmektedir. Ancak yine de, fonu yöneten şirketler daha yüksek yönetim ücreti alabilmek için getiriye yüksek tuttukça fon varlığını devam ettirir, aksi halde yatırımcı kâr görmediği müddetçe fonun varlığını devam ettirmesi çok zordur. Faizsiz esaslara göre kurulmuş serbest fonlarda bu durum yaşanmaz. Zira fonun aldığı risk düzeyi piyasadaki serbest fonlara göre düşük olacağından portföy yönetim şirketinin alacağı yönetim ücretide düşük olacaktır.

Zaten fon portföyündeki varlıklar; katılma fonlarının portföyüne alınan kira sertifikaları, katılma hesapları veya faizsiz finans kriterlerine uygun hisse senetlerinden oluşacağı için, risk düzeyi katılma fonlarından farklı olmayacaktır. Sadece fon portföy sınırlamalarında serbestlik olması ve belli müşterilere satıldığı için yönetim ücretinin düşük tutulması nedeniyle getiriye biraz daha yükseltebilme imkânı sağlayacaktır.

### 5.2.4 Yabancı Yatırım Fonları

Yabancı yatırım fonları, yurtdışında kurulmuş yatırım fonları ya da kolektif yatırım kuruluşlarıdır. Bu fonların tabi olacağı faizsiz finans ilkelerinin şu ana kadar bahsedilen kurallardan hiçbir farkı bulunmamaktadır. Bu fonun portföyüne alınan varlıkların da diğer fonlarda olduğu gibi faizsiz finans ilkelerine uygun olması gerekmektedir. Getirisi yüksek ve riski düşük olduğu müddetçe ülke içinde satılma ihtimali her daim yüksektir. Ayrıca bu tür fonları satacak kuruluşların güvenilir ve satış ağının geniş olması gerekmektedir. Aksi halde müşteri bulamaz, fon paylarının satışında gerçekleşmez. Türkiye’de likit fonlar haricinde yatırım fonu satmak zor olduğu için, yabancı fonların ülke içinde satışı daha da zordur. Kaldı ki yabancılar fona yatırım yaparken Türkiye’deki yatırımcılara göre daha uzun vadeli düşünmekte ve daha sabırlı olarak yatırımlarının karşılığını beklemektedirler. Dünyada yatırım fonu sektörü oldukça yaygındır, yatırım fonu alanında kurumsal yapıda çok büyük şirketler faaliyet göstermekte ve oldukça büyük fonlar bu şirketler tarafından yönetilmektedir.

Yabancı yatırım fonlarının ülke içinde satılabilmesi için SPK izninden geçmesi gerekmektedir. İzin alma süreci yeni fon kurmaktan daha zahmetli ve zor bir süreçtir. Dolayısıyla firmalar genellikle bu fonların bir kopyasını (replica fon) Türkiye’de kurmayı tercih etmektedirler. SPK yatırımcıyı koruma adına daha ihtiyatlı davranmaktadır. Öyle ki önümüzde 2008 yılında yaşanan büyük bir buhranın olumsuz etkileri bu tür fonlar arasındaki fonlar veya varlıklar yüzünden dünyaya yayılmışken, daha dikkatli olmakta fayda vardır. Nitekim BDDK yabancı fonun temsilcisi olacak kuruluştan kendisi dışında bir bankanın teminat mektubunu ayrıca istemektedir, dolayısıyla tüm olumsuzlukların yanına bunun da eklenmesi sonucu yabancı fonun SPK kurul kaydına alınmasını zorlaştırılmıştır. Yurtiçinde ticari bankalar tarafından müşterilerine sunulan uluslararası yurtdışı fonlarında pek fazla rağbet görmediğini fon satış verileri bize göstermektedir.

### 5.2.5 Gayrimenkul Yatırım Fonları

Kanun hükümleri uyarınca nitelikli yatırımcılardan katılma payları karşılığında toplanan paralarla, pay sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre aşağıda belirtilen varlık ve işlemlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla Kurul’dan faaliyet izni alan portföy yönetim şirketleri ve gayrimenkul portföy yönetim şirketleri tarafından bir içtüzük ile süreli veya süresiz olarak kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan malvarlığıdır. Bununla birlikte fon, tapuya tescil ve tescile bağlı değişiklik terkin ve düzeltme işlemleri ile sınırlı olarak tüzel kişiliği haiz addolunur.<sup>7</sup>

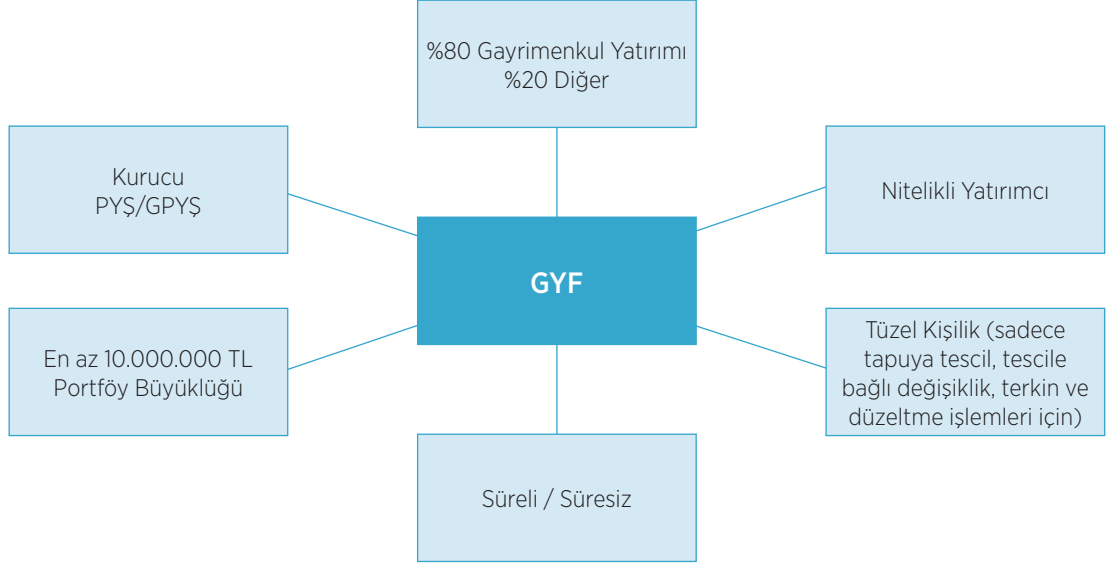
<sup>7</sup> Gayrimenkul Yatırım Fonları Tebliği (III-52.3), **Resmi Gazete**, 28871, 3 Haziran 2014

- a) Gayrimenkuller ve gayrimenkule dayalı haklar,
- b) Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye’de kurulan anonim ortaklıklara ait paylar, özel sektör ve kamu borçlanma araçları,
- c) Yabancı özel sektör ve kamu borçlanma araçları ve anonim ortaklık payları,
- ç) Vadeli mevduat ve katılma hesabı,
- d) Yatırım fonu katılma payları,
- e) Repo ve ters repo işlemleri,
- f) Kira sertifikaları ve gayrimenkul sertifikaları,
- g) Varantlar ve sertifikalar,
- ğ) Takasbank para piyasası işlemleri,
- h) Türev araç işlemlerinin nakit teminatları ve primleri,
- ı) Kurulca uygun görülen özel tasarlanmış yabancı yatırım araçları

Gerek şu ana kadar anlatılan menkul kıymet yatırım fonları ve serbest fonlar gerekse de gayrimenkul yatırım fonları ve girişim sermayesi yatırım fonları gelişmiş ülkelerde yaygın olan fon türleridir. Ancak likit fonlar (para piyasası fonları) haricindeki tüm fon türleri gibi gayrimenkul yatırım fonlarında ülkemizde maalesef gelişmemiştir. Gelişmekten ziyade bu fonun tebliği 2014 Ocak ayında yayınlandığı için, firmalar 2015 yılı içinde fon kurulum çalışmalarına başlamışlardır. 2017 Ocak ayı itibari ile SPK’dan kurulması yönünde onay alınmış gayrimenkul fonu bulunmasına rağmen, henüz aktif hale gelen sadece bir adet fon bulunmaktadır. Dolayısıyla pratik uygulamaya baktığımızda bu fon türünün hem konvansiyonel tarafta hem de faizsiz finans tarafında şu aşamada bulunmadığını söyleyebiliriz.

Gayrimenkul yatırım fonları da diğer fonlar gibi fon sınırlamalarına tabidir. Ancak diğer fonlara göre çok farklı özelliklere sahip olduğu için, fon kısıtlamaları diğer fon türlerine göre çok farklılık göstermektedir. Tek başına fon toplam değerinin %20’sini aşan gayrimenkul yatırımları toplamı, toplam fon değerinin %60’ını aşamaz. Fon portföyünün gayrimenkullerden oluşması nedeniyle fon likiditesi çok düşük olabileceği için, fon fiyatı diğer fonlar gibi günlük olarak açıklanmak ve günlük alım-satıma konu olmak zorunda değildir. Ancak kanun gereği yılda en az bir defa açıklanmak zorunda ve dönemsel açıkladıkları fon fiyatı üzerinden müşterilerin alım-satım taleplerini gerçekleştirirler.

### Şekil 5.1: Gayrimenkul yatırım fonu şekilsel gösterimi



Bu fonlar mevcut yasa gereği hiçbir şekilde gayrimenkul projelerine yatırım yapamaz, gayrimenkullerin inşaat işlerini kendileri üstlenemez, bu amaçla personel ve ekipman edinemezler. Hiçbir surette otel, hastane, alışveriş merkezi, iş merkezi, ticari parklar, ticari depolar, konut siteleri, süpermarketler ve bunlara benzer nitelikteki gayrimenkulleri ticari maksatla işletemez ve bu amaçla personel istihdam edemezler. 2016 yılının sonunda proje kısımlarına bazı istinaslara getirilerek fonun faaliyet alanı genişletilmiştir. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi, İller Bankası, belediyeler ve buna bağlı ortaklıklar veya iştirakleri tarafından gerçekleştirilen projelere yatırım yapılabilir istisnası getirilmiştir. Fon yöneticileri, sadece bu fona özgü olarak belirtilen kısıtlamalar da dahil olmak üzere kanunda yazan tüm sınırlamalara uymak ile mükelleftir. Aksi halde hem şahsi hem de kuruma yönelik cezai müeyyideler uygulanır.

Gayrimenkullerin alım-satımının, kiraya verilmesinin ve bu işlemlerin bir fon altında yapılmasının faizsiz finans ilkelerine aykırı hale getiren bir tarafı bulunmamaktadır. Sadece diğer fonlarda da olduğu gibi, bu tür fonlarda da fon portföyüne faiz ibaresi taşıyan ya da faiz getirisi olan bir finansal aracın alınmaması, işleme konu edilmemesi gerekmektedir. Ayrıca gayrimenkullerin alım-satımı, kiraya verilmesi gibi durumlarda faizsiz finans ilkeleriyle özdeşleşmeyecek gabin yani aşırı yararlanma gibi icrai faaliyetlerden kaçınmak, genel ahlak ilkeleri gereği ayrıca önem arz etmektedir. Fon toplam değerinin en az %80'inin gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunlu olup, geri kalan %20'si yukarıda sayılan finansal ürünler kullanılarak bir GYF oluşturulabilir. Ancak yukarıdaki e, g, ğ ve h gibi maddelerde belirtilen finansal



ürünlerin fon portföyüne oranı %1 olsa bile, fona dahil edilmesi fonun faizsiz finans ilkelerine aykırı hale getirmesi söz konusu olur. Piyasada olan finansal araçların haricinde, bu fona özel olan ve faizsiz finans ilkeleri ile örtüşmeyen işlemlerin de yapılmaması gerekmektedir.

Örneğin gayrimenkul yatırım fonunun portföyünde bulunan dükkânın/dükkanların, ofisin/ofislerin esas faaliyetleri faizsiz finans ilkelerine uygun olmayan firmalara kiraya verilmesi gibi işlemler de faizsiz finans ilkelerine aykırı gözükmetedir. Bu tür işlemlerin içeriğine göre fetvası danışma kurullarından çıkmaktadır. Danışma kurullarının bazı alanlarda görüş ayrılıklarından dolayı, bu tür işlemler fondan fona da farklılık gösterebilir. Eğer domuz eti, içki gibi uygun olmayan ürünlerin satışı fona ait olan alışveriş merkezinde bulunan bir markette satılan ürünlerden biri ise, burada arındırma işlemi uygulanması söz konusu olabilir. Yani uygun olmayan gelir kadar tutar, fon değerinden düşülür ve fon dışına uygun olmayan gelir olarak çıkarılabilir ve bu tutarlar bağış olarak verilebilir. Mevzuatımızda fonların bağışta bulunması mevcutta mümkün değildir. İkinci bir seçenek olarakta, fon yöneticisi uygun olmayan getiri oranını ilan edip, yatırımcı kendisine düşen uygun olmayan geliri kendi isteği doğrultusunda bağışta bulunabilir. Diğer bir yöntem uygun olmayan gelirin yatırımcıya dağıtılmak sureti ile fon dışına çıkarılmasıdır. Mevcutta bu yöntem sadece Bizim Menkul Değerler'in kurucusu olduğu "Dow Jones Islamic Market Türkiye" ve katılım bankalarının ortak olduğu "Katılım Endeksi Borsa Yatırım Fonlarında" uygulanmaktadır. Belirtilen arındırma işlemlerinin Sermaye Piyasası Kurulu onayından geçmesi gerekmektedir. Bu işlemler her fon için ayrı ayrı belirlenebilir, her portföy yönetim şirketinin danışma kurulları da çalışma ilkeleri gereği işlemleri farklı yorumlayarak, farklı yönde fıkhi hükümler verebilirler. Örneğin, yukarıda ki alışveriş merkezinde markette uygun olmayan ürünlerin satışına hiç icazet bile verilmeyebilir.

Fonlar genel olarak portföydeki varlıkların değer artışından veya kira gelirlerinden gelir üretecekleri için, fonun fiyatı da bu iki ana kalem üzerinden belirlenecektir. GYF portföyündeki varlıklardan dönemsel olarak kira geliri gibi getiri elde edecek ise, fon dönemsel olarak kira ödemesi yani temettü ödemesi yapabilir. Bu durumda yatırımcılar da dönemsel getiri veren bir ürüne kavuşacaklardır. Tabi burada fondan çıkan her para fonun değerini artırmaz, bilakis çıkan miktar kadar fon değeri düşer, yani fonun birim fiyatı yeniden belirlenir. Temettü olmaması durumunda, yatırımcı fonun değer artışından kaynaklı elde edeceği kârı, ancak fonun satışını yaparak gerçekleştirebilir (realize edebilir). Fonun yönetilme ve işleme koşulları, yatırımcıların talepleri doğrultusunda fonları kuran portföy yönetim şirketleri tarafından belirlenecektir. Bu fonlar da serbest fonlar gibi sadece nitelikli yatırımcılara satılabilecek bir fon türüdür.

Bu tür fonların piyasa oyuncuları tarafından kurulması ve fon katılma paylarının yatırımcılara satılması planlanmaktadır. Gayrimenkul sektörünün büyümesi ve gayrimenkullerin sürekli değer kazanması, bu fonlara olan ihtiyacı ve ilgiyi arttıracaktır. Ayrıca her yatırımcı elindeki kaynak yetersizliğinden dolayı girmek istediği alanlara bu fonlar sayesinde girebilecektir. Mevcut mevzuat bu fonların istisnalar haricinde projelere yatırım yapmalarını kısıtlamaktadır. Sadece bitmiş alanlara ve arsalar yatırım yapmalarından dolayı proje finansmanı gibi bir görev üstleneme-

mektedir. Ancak yinede yatırımcı çok iyi işleyen bir AVM'ye bu fonlar sayesinde ortak olabilir ve düzenli gelir elde edebileceği bir ürüne yatırım yapma imkânına kavuşmuş olur.

Gayrimenkul fonları sermaye piyasasında yeni olduğu için, vergisel yönden uygulamaya geçmiş pratik bir mevzuat olmadığını dile getirebiliriz. Fonların gelişmesi veya gelişebilmesi için, yürürlükte bulunan gerek SPK gerekse vergi mevzuatında yenilikçi düzenlemeler yapılması ihtimal dahilinde olabilir. Bu düzenlemelerin sadece yatırımcı kazançları açısından değil, fon portföyüne alınacak varlıkların vergilendirilmesi yönünden de belirli bir zemine oturması gerekmektedir. Yatırımcılar yönünden gayrimenkul fon katılma paylarının fona devredilmesinde %0, ancak üçüncü bir tarafa satıldığında %10 stopaja tabi tutulmaktadır. Fon içinde gayrimenkul alım-satım işlemlerinde uygulanacak vergi rejimi bu tür fonların geleceğini belirleyecektir. Zira gayrimenkullerin alım-satımı işlemlerinde uygulanan %18'lik KDV, tapu harcı vb. vergiler, yatırımcı kârını düşüreceği için yatırımcının bu işlemlere yatırım yapmasında sakınca oluşturabilir. Ayrıca gayrimenkulü ilk alımda ödenen KDV tutarı, sonraki dönemlerde satıldığında ya da kira gelirleri elde edildikçe mahsup edilebilir gözüktüğü de, gayrimenkul değerinin gerek enflasyondan gereksede değer artışlarından kaynaklı değerlenmesinden dolayı, arada muhakkak bir KDV farkı doğacaktır ve süre uzadıkça bu fark daha çok artacaktır. Bu da portföy yönetim şirketlerinin gayrimenkul fonları kurması noktasında çok fazla araştırma yapmasına ve var olan süreci iyice uzatmasına neden olmaktadır. Bu tür ürünlerin gelişip gelişemediğini ya da uygulanabilir olup olmadığını ilerleyen dönemlerde göreceğiz.

### 5.2.5.1 Gayrimenkul Sertifikaları

Gayrimenkul sertifikaları tebliği 2013 Temmuz ayında yayınlanmış bir tebliğ olmasına rağmen, ilk ihraç 2017 yılı Mart ayında TOKİ öncülüğünde bir proje ile gerçekleştirilmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) VII. 128.2 sayılı Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği'nde yer alan tanıma göre, ihraççıların (kamu veya özel sektör olabilir) inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç ettikleri, gayrimenkul projesinin belirli bağımsız bölümlerini veya bağımsız bölümlerin belirli bir alan birimini temsil eden nominal değeri eşit sermaye piyasası aracıdır. Bu tebliğ ile getirilmek istenen; gayrimenkullerin metrekare olarak hisse senetleri gibi BİST bünyesinde alınıp satılmasını sağlamaktır. Böylece gayrimenkul projeleri için likit bir piyasa oluşacak, hem de metrekare bazında alınan sertifikalar biriktirilip proje bitiminde inşaat firmasına teslim edildiğinde, bu sertifikalar karşılığında, sertifika metrekaresine denk gelen izahnamede belirtilen gayrimenkullerden birinin teslim alınma ihtimali sözkonusu olacaktır. Bu sertifikalarda gayrimenkul yatırım fonları portföyüne birer gayrimenkul gibi dahil edilebilecektir.

Gayrimenkul sertifikası ihracı karşılığında elde edilen fon yetkili kuruluş banka veya aracı kurum tarafından, bir banka nezdinde açılan özel bir hesapta toplanacak ve vekilin özen borcu çerçevesinde devlet tahvili, hazine bonusu, Hazine Müsteşarlığı'nca ihraç edilen kira sertifikaları, vadedi mevduat veya katılma hesabı olarak veya Kurulca uygun görülecek diğer sermaye piyasası

araçlarına yatırılmak suretiyle ihraççı adına değerlendirilecektir. Gayrimenkul sertifikasını satın alan kişi veya kurum, gayrimenkul sertifikasına konu olan projeye, projeyi yapan firma ile ortak olarak girmektedir. Ancak firmanın yatırımcılardan sertifika ile topladığı parayı nerede değerlendirdiği yatırımcıyı ilgilendirmediği için ve yapılan işlemler inşaat firmasının sorumluluğunda olması nedeniyle bu ürünün faizsiz olmasına bir tartışma getirmeyeceği birçok danışma kurulu yetkililerince dile getirilmiştir. Firma topladığı parayı mevduatta veya tahvil-bonoda değerlendirebilir, buradan elde edilen getiri inşaat firmasının olacağı için gayrimenkul sertifikasını alan kişinin yaptığı yatırıma hanel getirmez.

İlgili tebliğ ile gayrimenkul sertifikası ihracından elde edilen fonların, ihraççı tarafından öncelikli olarak ihraç edilen gayrimenkul sertifikalarına konu bağımsız bölümlerin tamamlanmasında ve yalnızca söz konusu gayrimenkul projesinde veya bu projenin tamamlanması için başvuru tarihi itibarıyla kullanılmış finansman kaynaklarının geri ödenmesinde kullanılmasının şart koşulması, bu finansal aracı dolayısıyla yatırımcıları güvenceye almaktadır. Ayrıca tebliğ'de ihraçtan elde edilen fonun %10'luk kısmı inşaat başlamadan önce doğrudan ihraççıya aktarılacak, kalan fonun %80'lik kısmı, inşaat ilerleme raporlarında belirlenen oranlar ölçüsünde yetkili kuruluş banka veya aracı kurum tarafından ihraççıya; başka kişi veya kurum tarafından bağımsız bölümlerin tamamlanması durumunda ise söz konusu kişi veya kurumlara aktarılacaktır. İhraçtan elde edilen fonun kalan %10'luk kısmı ise yetkili kuruluş tarafından vade sonunda ihraççıya ödenir. İnşaatı yapan ihraççı gayrimenkulleri vadesinde teslim edemediğinde cezai şart koşulmaması gerekir, eğer cezai unsur koşulursa, buradan elde edilen gelir sosyal sorumluluk projelerine aktarılmalıdır (ilk gayrimenkul ihracını yapan danışma kurulu bu yönde görüş beyan etmiştir).

Gayrimenkul sertifikalarına yatırım yapan kişi veya kurum projenin vade sonunda iki şey ile karşı karşıya kalacaktır: Birincisi asli edim, yatırımcı izahnamede belirtilen bağımsız bölümlerden biri için (izahnamede bağımsız bölümün kaç metrekare olduğu, dolayısıyla daire, dükkan vs. bağımsız bölümlerin kaç adet sertifikaya denk geldiği belirtilmektedir) tamamını kendi adına satın alma hakkını elde edebilmesi için ihraç aşamasında veya ikinci el piyasada topladığı sertifikalarının sayısı gayrimenkulü temsil eden sertifika sayısına ulaşması gerekmektedir. Tüm sertifikaları satın alan yatırımcı, ihraççı kurumdan yatırımcı adına gayrimenkulün mülkiyetinin tesis edilmesi ve bağımsız bölümün teslim edilmesini isteyebilecektir. Bu durumda ihraççı bahse konu gayrimenkulü yatırımcıya tapuda tescil yoluyla devredecektir. İkincisi ise, yatırımcı topladığı gayrimenkul sertifikası ile projenin itfasında ihraççıdan bu sertifikalara isabet eden karı da isteyebilir. Tali edim olarak adlandırılan bu durumda yatırımcı ihraççıdan tali edime konu gayrimenkul sertifikalarına karşılık gelen bağımsız bölümlerin satılması ve elde edilen satış tutarının gayrimenkul sertifikası sahiplerine, sahip oldukları gayrimenkul sertifikaları oranında dağıtılmasını isteyebilecektir. Yatırımcı buradan elde ettiği kâr üzerinden %10 stopaja tabi tutulacak ve işlemlerde KDV doğmayacaktır. Bu durum genellikle çok az sertifika toplayıp herhangi bir bağımsız bölüm teslim alamayacak kişiler için söz konusu olacaktır. Buradaki amaçlardan biride gayrimenkul ve projelerin değer artışlarından küçük tasarruf sahiplerini de yararlandırmaktır.

2017 Mart ayında ihraç edilen gayrimenkul sertifikası adet fiyatı 42,5 TL olarak halka arz edildi. Bir başka ifade ile bir metrekare alan 4.250 TL'ye halka arz edilmiş oldu( 100 adet sertifika bir metrekareye denk getirilmiştir). İhraççı bilgi dokümanında belirtilen asli edime konu dairelerin karşılığına denk gelen sertifikaları toplayanlar, dokümanda yazan dairelerden istediğini kendisinden önce başka biri tarafından talep edilmemişse aslı edim(teslimatla) ile teslim alabilir. Her dairenin farklı şerefiye payı olması nedeniyle, bu şerefiye payları dairelere denk gelen sertifika adetlerine eklenmiştir. Yani aynı özelliklere ve büyüklüğe sahip iki dairenin şerefiyesi farklı ise (biri botanik bahçesine cepheli, diğeri yol cepheli olabilir), şerefiyesi yüksek olan daireyi teslim alabilmek için daha fazla gayrimenkul sertifikası verilmesi gerekmektedir. Tüm daireler ve bu dairelere denk gelen sertifikalar ihraççı bilgi dokümanında belirtilmiştir. Teorik olarak hem İslami açıdan hem de proje geliştirme açısından çok iyi görünen ürün, sertifikanın ilk ihracından 5 ay geçtikten sonra, sertifika fiyatı yaklaşık %20 değer kaybetmiştir. Bu ürüne talebi arttırmak ve ikinci el piyasada bu kadar fiyat düşüşünün önüne geçebilmek için piyasa yapıcısı düzenlemesi ve sertifika fiyatı ile ilgili bazı fikirler/düzenlemeler geliştirilebilir.

### 5.2.5.2 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

Gayrimenkul yatırım ortaklığı, gayrimenkul yatırım ortaklığı tebliği ile belirlenmiş usul ve esaslar dahilinde, gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, altyapı yatırım ve hizmetleri, sermaye piyasası araçları, Takasbank para piyasası ve ters repo işlemleri, Türk Lirası cinsinden vadeli mevduat veya katılma hesabı, yabancı para cinsinden vadeli ve vadesiz mevduat veya özel cari ve katılma hesapları ile iştirakler ve Kurulca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan ve Kanununda sınırı çizilen faaliyetler çerçevesinde olmak kaydı ile bu Tebliğde izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumdur. Gayrimenkul yatırım ortaklığı anonim şirket hüviyetinde olup, kanunda belirtilen gayrimenkullerle ilgili alanlara yatırım yaparak kâr üretir. Gayrimenkullerin profesyonel eller tarafından yönetilmesi ve değerlendirilmesini isteyen ve gayrimenkullerden kaynaklı gelir elde etmek isteyen yatırımcılar, bu şirketlerin hisse senetlerini BİST pay piyasasından satın alarak, o şirketlere ortak olmuş olurlar dolayısıyla şirketin yatırım yaptığı gayrimenkul alanlarına yatırım yapmış olurlar. Normalde gayrimenkuller değer kazanınca, bu gayrimenkullere yatırım yapan şirket hisse senetlerinin de değer kazanması gerekmektedir. Maalesef Türkiye'deki durum böyle olmadı, bu şirketlerde BİST ile eş zamanlı hareket etti, hatta BİST-100'den daha kötü performans göstererek yatırımcılarına kazanç sağlamanın ötesinde zarar ettirdiği bile olmuştur. Gayrimenkul değer kazançları, gayrimenkullere yatırım yapan şirketlerin hisse senetlerine yansımamıştır. Bu durumun nedenlerinden biri, Türkiye'de imar, iskan ve yapı ruhsatları ile ilgili çok fazla sorunlu gayrimenkullerin olmasıdır. 1950-1960'larda başlayan kırsal alanlardan şehirlere göçün meydana getirdiği imar ve iskan sorunları maalesef günümüzde de devam etmektedir ve bununla ilgili sorunlar yasal olarak hala çözülememiştir. Dolayısıyla Türkiye'de ki yapıların ihtilafli çıkma ihtimali çok

yüksek ve ülkemizde ki yapıların birçoğuda ihtilafli olduğu için sorunda çözülememektedir. Ayrıca piyasadaki GYO'ların gayrimenkul değerleri çok hızlı yükseldiği dönemde bile neden bu şirketlerin hisse senetlerinin yükselmediği, hangi gayrimenkullere ne amaçla yatırım yaptığı, hangi gayrimenkullerden ne kadar zarar ettiği veya piyasa rayici getiri edemediği ve bu tür gayrimenkullere yatırım yapma nedenleri araştırılarak şirketin yatırımcıyı zarara uğratmayacağı yasa ile güvence altına alınıp iyi bir şekilde denetlenmelidir.

Burada yaşanan sorunlar nedeniyle SPK gayrimenkullerle ilgili yeni bir mevzuat geliştirerek gayrimenkul sertifikası ürününü piyasaya sunmuştur. Bu üründe gayrimenkullere doğrudan yatırım yapıldığı için gayrimenkullerin değer artış kazancı doğrudan yatırımcının kazancı olmakta, şirket ile ilgili bir durum söz konusu olmamaktadır. Gayrimenkul sertifikalarında sıfırdan yeni bir projeye başlandığı için imar, iskan, kat mülkiyeti gibi konularda ihtilafli taşınmazlarla uğraşılmayacaktır. Dolayısıyla gayrimenkul sertifikaları, gayrimenkul yatırım fonları ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları birbirinden çok farklı yatırım araçlarıdır.

### 5.2.6 Girişim Sermayesi Yatırım Fonları

Fon, kanun hükümleri uyarınca nitelikli yatırımcılardan katılma payı karşılığında toplanan para ya da iştirak paylarıyla, pay sahipleri hesabına, inanca mülkiyet esaslarına göre, aşağıda belirtilen varlık ve işlemlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla Kuruldan faaliyet izni alan portföy yönetim şirketleri ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri tarafından bir içtüzük ile süreli olarak kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığıdır.<sup>8</sup>

- a) Girişim sermayesi yatırımları,
- b) Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye'de kurulan anonim ortaklıklara ait paylar, özel sektör ve kamu borçlanma araçları,
- c) Yabancı özel sektör ve kamu borçlanma araçları ve anonim ortaklık payları,
- ç) Vadeli mevduat ve katılma hesabı,
- d) Yatırım fonu katılma payları,
- e) Repo ve ters repo işlemleri,
- f) Varantlar ve sertifikalar,
- g) Kira sertifikaları ve gayrimenkul sertifikaları,
- ğ) Takasbank para piyasası işlemleri,
- h) Türev araç işlemlerinin nakit teminatları ve primleri,
- ı) Kurulca uygun görülen özel tasarlanmış yabancı yatırım araçları ve ikraz iştirak senetleri,
- i) Kurulca uygun görülen diğer yatırım araçları.

<sup>8</sup> Girişim Sermayesi Yatırım Fonları Tebliği (III-52.4) **Resmi Gazete**, 28874; 7 Haziran 2014

Bu fon türü gayrimenkul yatırım fonlarında olduğu gibi fon portföyünde %80'lik gayrimenkul yatırımı oranı yerine, girişim sermayesi işlerine yatırım yapmış olması zorunludur. Fonun finansal araçlara yatırım yönünden faizsiz finans ilkeleri doğrultusunda GYF'ler ve diğer fonlarda olduğu gibi faizsiz finansal araçlara yatırım yapması gerekmektedir.

Girişim sermayesi yatırım fonlarını risk ve getiri açısından katılım bankalarındaki muşareke, mudarabe gibi iş ortaklığına dayalı ürünlere benzetebiliriz. Muşareke ve mudarabe katılım bankacılığına esas teşkil eden temel ürünler olduğu gibi, girişim sermayesi ve gayrimenkul yatırım fonları da faizsiz sermaye piyasası ürünlerine esas teşkil etmesi gereken ürünler olarak görebiliriz. Bu tür ürünlerde getiri garantisi verilmediği için, yatırımcının ne kadar getiri elde edeceği belli değildir, getiri sadece fon portföyündeki varlıkların (projenin, girişim şirketinin) nakit akışlarından tahmin edilebilmektedir. Bu fon türünün mevzuatı da gayrimenkul yatırım fonları mevzuatında olduğu gibi yeni düzenlenmiştir (2 Ocak 2014). Bu fonlarda biriken paralar şirketlere yatırım sermayesi olarak konulacağı veya belli başlı projelere yatırım yapılacağı için uzun vadeli kaynak gerektiren bir fon türüdür. Bu fon türünde de gayrimenkul fonları gibi fiyatı her gün açıklanmak zorunda değildir ve yılda en az bir defa açıklanabilir. Bu fona yatırım yapacak müşterilerin de nitelikli yatırımcı sınıfında bulunan müşteriler olma zorunluluğu vardır.

Fonun çalışma esasları da diğer fonlara göre çok farklılık göstermektedir. Fon satın alacağı şirketlerin getirilerine veya ortak olacağı projenin/projelerin veya şirketlerin nakit akışlarına göre temettü ödemesinde bulunulabilir. Bu şekilde yatırımcılar dönemsel getiri elde edebilir. Eğer amaç şirketi büyütüp, şirketin veya projenin değer artışından kaynaklı getiri elde etmek olursa, fon temettü dağıtmayıp, elde edilen kâr fon portföyüne dahil edilerek, fonun fiyatının yükselmesi sağlanır. Bu durumda tüm getiriler fonun fiyatına ilave edileceği için, yatırımcılar fonun değer artışından kazanç elde ederler. Kârını realize etmek isteyen yatırımcı, elindeki fon paylarının satışını gerçekleştirerek fondan çıkışını sağlar ve kâr realizasyonunu gerçekleştirir. Tabi burada gayrimenkul fonlarında olduğu gibi, bu fonlarda da likidite problemi mevcut olacaktır. Fona uzun vadeli yatırımcı bulmak ne kadar zor ise, fondan çıkış aşamasında yeni yatırımcı bulmakta yine aynı derecede zor olacaktır. Fondan çıkmak isteyen yatırımcının paylarını başka bir yatırımcı alabilir veya fon kurucusu satın alabilir. Fon kurucusu satın alırsa fona kolay şekilde likidite sağlanabilir. Fon kurucusu bu durumda fonun yatırım yaptığı alanda yatırımcı olur, yani pozisyon almış olur. Fon çıkışlarında, fon kurucusunun belli orana kadar; o da kanunda %20 ile sınırlandırılarak kendi portföyüne alımına izin verilmiştir. Yani fonların en fazla %20'si fon kurucusunda bulunabilir, %20'den fazlası olduğunda bu payları kanunda belirtilen süre içinde elinden çıkarmak durumundadır.

Girişim sermayesi fonlarının faizsiz finans kriterlerini sağlayabilmesi için yatırım yaptığı alanların faizsiz finans ilkelerine uygun olması gerekmektedir. Fonların yatırım yapacağı alanlar, şirketler veya projeler olduğu için, bu şirketlerin Türkiye'deki danışma kurulları tarafından kabul görmesi veya AAOIFI kurallarına uyması gerekmektedir. Bu kriterlere hisse senetleri bölümünde detaylıca değinilmişti. Örneğin, bir fon A firmasının %10'una yatırım yaparsa, A firması danışma kurulunun kabul etmiş olduğu kriterleri karşılaması gerekmektedir. Ayrıca, fon A firmasının elde etmiş olduğu faiz gelirlerinin (%5'den düşük olduğu için fona alınabilir) kendi payına düşen kısmını fon içinde arındırarak fon dışına çıkarabilir (SPK'dan onay alınması gerekmektedir, izin verilmez ise fon dışına çıkarılamaz). Fon kurucusu bilgilendirme doğrultusunda yatırımcılara bilgi vererek fon yatırımcısı da kendi arındırma işlemini yapabilir. Gayrimenkul fonlarında değinildiği gibi, fon yöneticileri faizli gelirlerini birkaç şekilde arındırma yaparak fon dışına çıkarabilirler. Tabi burada faizsiz esaslara uygun girişim sermayesi fonu kurulduğunda, şirkete sermaye gireceği için firmanın borçluluk oranının düşme ihtimali yüksektir. Ayrıca atıl paralarında bankalar yerine katılım bankalarda değerlendirilmesi ile faizli gelir kaleminin de değişmesi büyük olasılıktır. Dolayısıyla şirkete yapılacak ilk yatırımda AAOIFI kurallarına uyulmasa bile fıkhi yönden verilecek icazetten sonra ilgili finansal kriterleri sağlaması yüksek ihtimal dahilindedir.

Müşareke veya mudarabe gibi ortaklığa dayalı ürünlerin katılım bankacılığı altında yapılması zor gözükmemektedir. Zira katılım bankalarının çalışma koşullarına baktığımızda, bankaların yürütmüş olduğu asıl faaliyet, topladığı fonlar karşılığında kredi yani fon kullandırmaktır. Banka fon kullandırma işlemi karşılığında müşteriden aldığı çeşitli teminatlar ile kredi riskini asgari düzeye indirmektedir. Katılım bankası, fon kullandırdığı müşterinin iş yapma riskini, sektörel riskini kredinin geri ödenmeme riski karşılığında almaktadır. Kredi geri ödenmezse muhtemelen marjlı olarak aldığı teminatlara başvurarak, verdiği krediyi tahsil etme yoluna gidecektir.

Bankaların karşılaşılabileceği en büyük risklerin başında likidite riski gelmektedir. Bu doğrultuda katılım bankaları katılma hesapları, sendikasyon kredisi vs. ile topladığı fonların hepsini kredi olarak veremez. Çünkü ani fon çıkışları, kredi kullandırmaları vs. gibi nedenlerden dolayı belli miktar fonu nakit tutmak zorundadır. Katılım bankaları da bu likiditeleri swap (spot döviz alış/satış ve forward alış/satış), mal (emtia) murabahası veya kira sertifikalarında değerlendirerek, likidite sıkışıklığının önüne geçmeyi amaçlamaktadır. Katılım bankaları hali hazırda hemen likide çeviremeyeceği kredi gibi kaynağın yanında, banka bünyesinde müşareke ya da mudarabe yapar ise;

- Bankanın çeşitli risk katsayıları etkilenecek, risk oranlarında yükselişler olacaktır.
- Değerleme dönemlerine göre katılım bankası bilanço ve gelir tablosu gereğinden fazla etkilenebilir.
- Yatırım yaptığı işi takip edebilecek güvenilir ve işi bilen nitelikli kadrolara ihtiyaç vardır.
- Yatırım yaptığı firmanın kayıtlı ekonomiyi takip etmesi gerekir ki, kayıtdışının yüksek olduğu bu durum Türkiye'de oldukça zor gözükmektedir (kayıtdışı çalışanlara karşı rekabet avantajı yitirildiği için)
- Bu tür projeler uzun vadeli olduğu için, uzun vadeli kaynak aktaracak yatırımcı bulmak zor olabilir, zira ticari bankalarda olduğu gibi katılım bankalarında da ortalama katılma hesabı (mevduat) vadesi 110-120 gündür. Girişim sermayesi işlemlerinin asgari 2-3 yıl olduğunu düşünürsek, projeye uzun vadede para sağlayacak müşteri bulmak ve onları sürekli bilgilendirmek zor olabilir.
- Yaklaşık bir getiri ifade edilmediğinde veya herhangi bir track record (geçmiş gelir kaydı) sunulmadığında, yatırımcı bu tür yatırımlardan imtina edebilir.
- Girişim işlemleri ile uğraşan sektör oyuncularının dile getirdiği ortalama risk sermayesinin başarılı olabilmesi %10 ihtimal dahilindedir. Yani her on yatırımdan biri başarılı olabilmektedir, başarılı olduğunda ise projenin çok iyi getiri bıraktığı ifade edilmektedir. Diğer projeler ise ya olduğu gibi kalmakta ya da zarar etmektedir. Bu oran katılım bankalarını ister istemez daha garanti işlere itebilir veya şirket yatırımları yerine gayrimenkul yatırımlarına yönlendirebilir. Yatırımcı ilk işlemde olumsuz sonucu görürse bir daha yatırım yapma imkânı düşük olacaktır. Bu nedenledir ki bu gibi yatırımlar ilk etapta katılım bankalarının özsermayelerinden yapılabilir veya özel yatırımcı havuzu oluşturularak bu havuzdaki kaynaklar girişim projelerine aktarılabilir.
- Yatırım yapılan projenin finansal değerlemesi veya projenin banka bilançosuna yansıtılması zor olabilir.

Yukarıda ki nedenlerden dolayı girişim sermayesi işlemlerinin banka nezdinden daha çok girişim sermayesi şirketleri veya portföy yönetim şirketleri altında kurulacak girişim sermayesi yatırım fonları bünyesinde yapılması daha kolay gözükmektedir. Zira kurulacak girişim sermayesi yatırım fonlarının satış kanalları, fonun anlaşmalı olacağı banka veya aracı kurumlar üzerinden olacaktır. Banka ya da aracı kurum sadece aracılık işleminden dolayı yönetim ücreti ve/veya varsa fonun performans ücretinden komisyon alıp herhangi bir riske girmeyecektir. Asıl riske sermaye koyabilecek yatırımcılar ve buna destek verecek olan banka veya portföy yönetim şirketi gibi finansal kuruluşlar girecektir. Katılım bankaları, havuzlarına topladıkları katılma hesaplarındaki fonların veya öz sermayesinin bir kısmını girişim sermayesi fonuna yatırarak, bu fonların gelişmesine katkıda bulunabilirler. Böylelikle



katılım bankacılığı sisteminin özünde yer alan ortaklık sistemine katkıda bulunulmuş olunacak, banka bunu yaparken de tüm riski üzerine almayacaktır. Ayrıca fonun bir kısmını satın alacağı için, ortaya koyacağı sermaye miktarı belli olacaktır, satın almış olduğu miktar kadar riske girecektir, ilave bir risk ortaya çıkmayacaktır. Ayrıca bankaların şube ağları geniş olduğu için, Türkiye genelindeki tüm firmaları tanıma ve o firmalara yatırım yapma imkânına sahiptirler. Bu işlemlerde portföy yönetim şirketleri, girişim sermayesi şirketleri gibi iştiraklerinin banka şubeleri ile koordineli çalışmalarıyla gerçekleştirebilirler. Hem o şubeler vasıtası ile de yatırım yapılan firmanın riskleri ve işlemleri maliyete fazla yer bırakmayacak şekilde yakından takip edilebilecek hem de erken uyarı sistemi olarak denetim fonksiyonu yerine getirilecektir.

Girişim sermayesi fon sektörünün büyümesi ikinci el piyasasının genişlemesine, ikinci el piyasasının genişlemesi ise kolay şekilde likidite imkânı sağlayacağı için, bankaların bu alanlara daha çok yönelmesine yardımcı olacaktır. Dolayısıyla bu tür fonların ikincil piyasasının oluşabilmesi için herkes tarafından ulaşılabilir olmalıdır. Bu şekilde kolay yatırımcı çekileceğinden yatırımcı sayısı da artacak, risk ise belli kişi veya grupların üzerinde olmayacaktır. Katılım bankaları portföylerine aldıkları girişim sermayesi fonlarını kolay şekilde değerlendirebilecekleri ve takip edebilecekleri için hem kendi adlarına hem de kredi kullandırma adına müşteri havuzlarına alınma imkânları da doğabilir. Bunun için yukarıda değinildiği gibi piyasanın çok derin ve geniş olması gerekmektedir. Ayrıca bu piyasanın muhakkak surette yasal otorite nezdinde hem iş yapış tarzları hem yönetimi hem de finansal ve mevzuatsal değerlendirmesini pratiğe uygun olacak şekilde yapmaları gerekmektedir. Bu tarz işlemlerin çok fazla bilgi ve uzmanlık gerektirmesi nitelikli ve çalışkan insan faktörünü ön plana çıkarmaktadır. Özel sektörün en çok kullandığı tabir burada da geçerli olmaktadır; önce insana yatırım yapılmalıdır.

Bu tür fonların gelişmesi ve derinleşmesi sadece katılım bankacılığı özelinde değil, herkes tarafından arzu edilen bir durumdur. Zira bu fonlar sayesinde yeni şirketler kurulacak veya mevcut şirketlere ortak olunacak ve bu şirketlerin büyümesi amaçlanacaktır. Şirketlerin büyümesi yeni istihdam alanlarının oluşması, işsizliğin azalması, ekonominin büyümesi, sosyal refahın artması demektir. Türkiye’de yerleşmiş bulunan sabit getiri olgusundan kurtulmanın da önü açılmış olunacaktır. Ayrıca bu işler kaydi ve mevzuata uygun olarak yapılacağı için de kayıt dışı ekonominin artmasının da önüne geçilmiş olunabilir veya yeni kurulacak bu fonlar ile devletin vergi gelirleri içindeki kurumlar vergisinin payı artırılabilir. Türkiye’deki firmalarında daha çok kurumsal yapıya kavuşmasının önü açılmış veya teşvik edilmiş olunur.

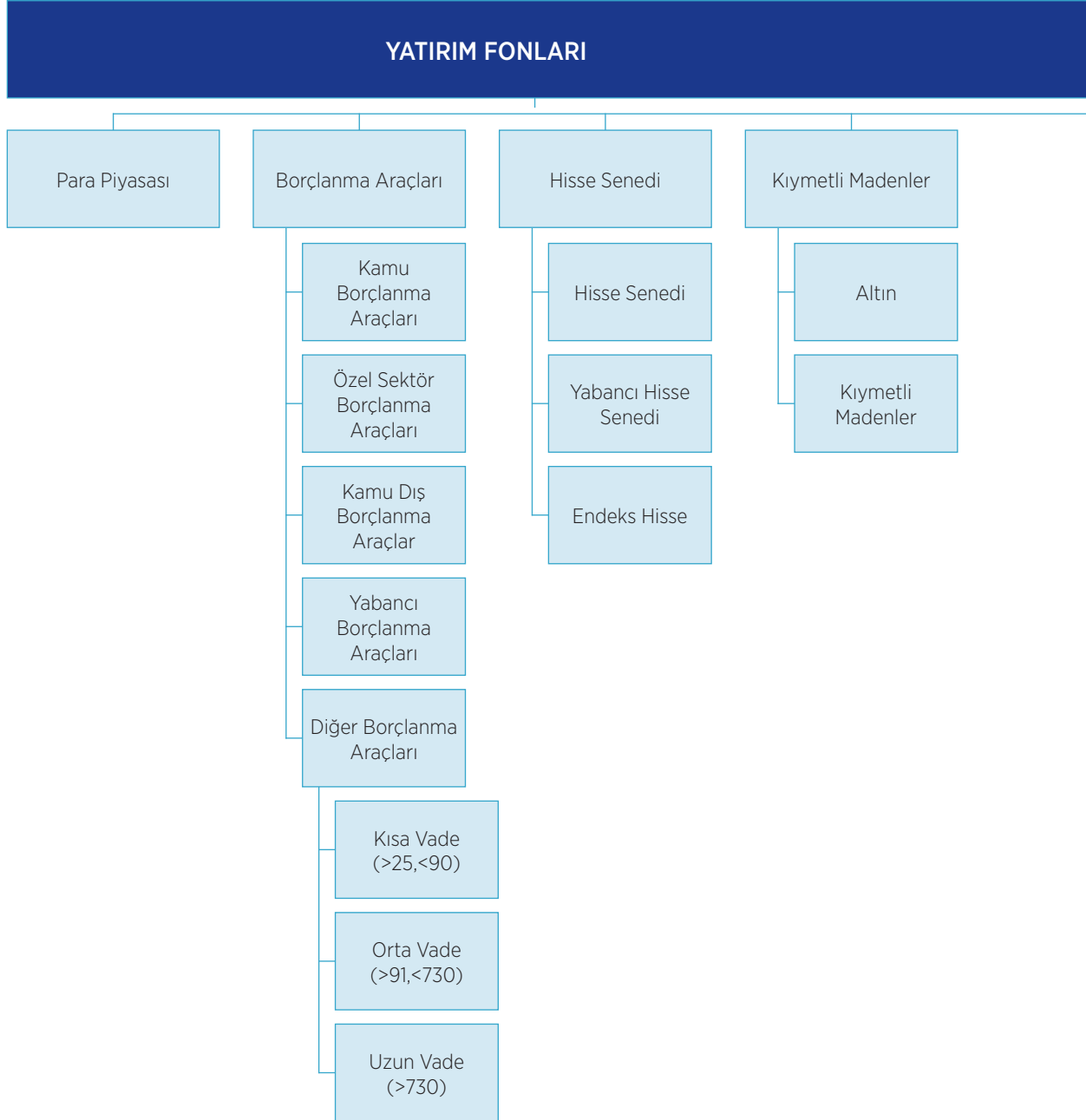
Bu kısımda vergi gelirlerine ve kurumlar vergisine değinildiği için, buradaki en büyük olumsuzluklardan birini değinmeden geçmemek gerekir. Devletin topladığı vergilere baktığımızda, vergi gelirleri çok uzun yıllardır hep aynı kalemlere dayanmaktadır. Devletin topladığı vergi gelirlerinin %65-70'i KDV, ÖTV gibi doğrudan tüketiciye yani vatandaşa yansıtılan dolaylı vergilerden, %20-22'lik kısmı ise vergi kaçırma ya da vergiden kaçınma imkânı olmayan sabit geliri olan ücretlilerden oluşmaktadır. Geriye kalan vergi gelirlerindeki %8'lik kurumlar vergisinin çok büyük kısmı ise bankalar, holdingler gibi Türkiye'nin önde gelen kurumsal firmaları tarafından ödenmektedir. Bu rakamlar gösteriyor ki çok sayıda küçük, orta ölçekli hatta daha büyük ölçekli firmalardan, kurumlar vergisi toplama noktasında büyük sıkıntılar yaşanmaktadır. Ülkedeki milyonlarca serbest meslek mensubundan toplanan vergi ise toplam vergi gelirinin %2'sini oluşturmaktadır. Aynı durum maalesef firmalarda olduğu gibi şahıslarda da görülmektedir. Bu rakamlar vergi adaletsizliğinin ne kadar yüksek olduğu, serbest meslek mensupların veya özel sektör firmalarının yani vergiden kaçınma veya vergi kaçırma ihtimali olanların bu yola ne kadar sık başvurduğunu göstermektedir. Bu durum gelişmiş ülkelerde tam tersi bir şekil ile karşımıza çıkmaktadır.

Avrupa, Amerika gibi gelişmiş ülkelerde vergi gelirleri, KDV, ÖTV gibi tüketim üzerinden alınan vergilerden daha çok gelir vergisi, kurumlar vergisi gibi gelir üzerinden alınan vergilere dayanmaktadır. Bu da ödeme gücüne dayanarak toplanan vergiler ile vergi adaleti ve vergide eşitlik sağlamaktadır. Yeni kurulacak bu tarz fonların yatırım yapabileceği ve kurumsal ölçekte çalışabilecek firmalar ile bu tür olumsuzlukların önüne geçilmiş olunabilir. Tabi bu fonların portföyüne küçük ve orta ölçekli firmaların kira sertifikalarını ya da tahvil-bonoları konularak bu tür fonların işletilmesi amaçlanırsa, tam olarak istenilen amaca/hedefe ulaşamayabilir. Zira bu tür fonların mevcuttaki risk ve getiri seviyesi yüksek olan özel sektör borçlanma araçları fonundan çok fazla farkı olmayabilir.

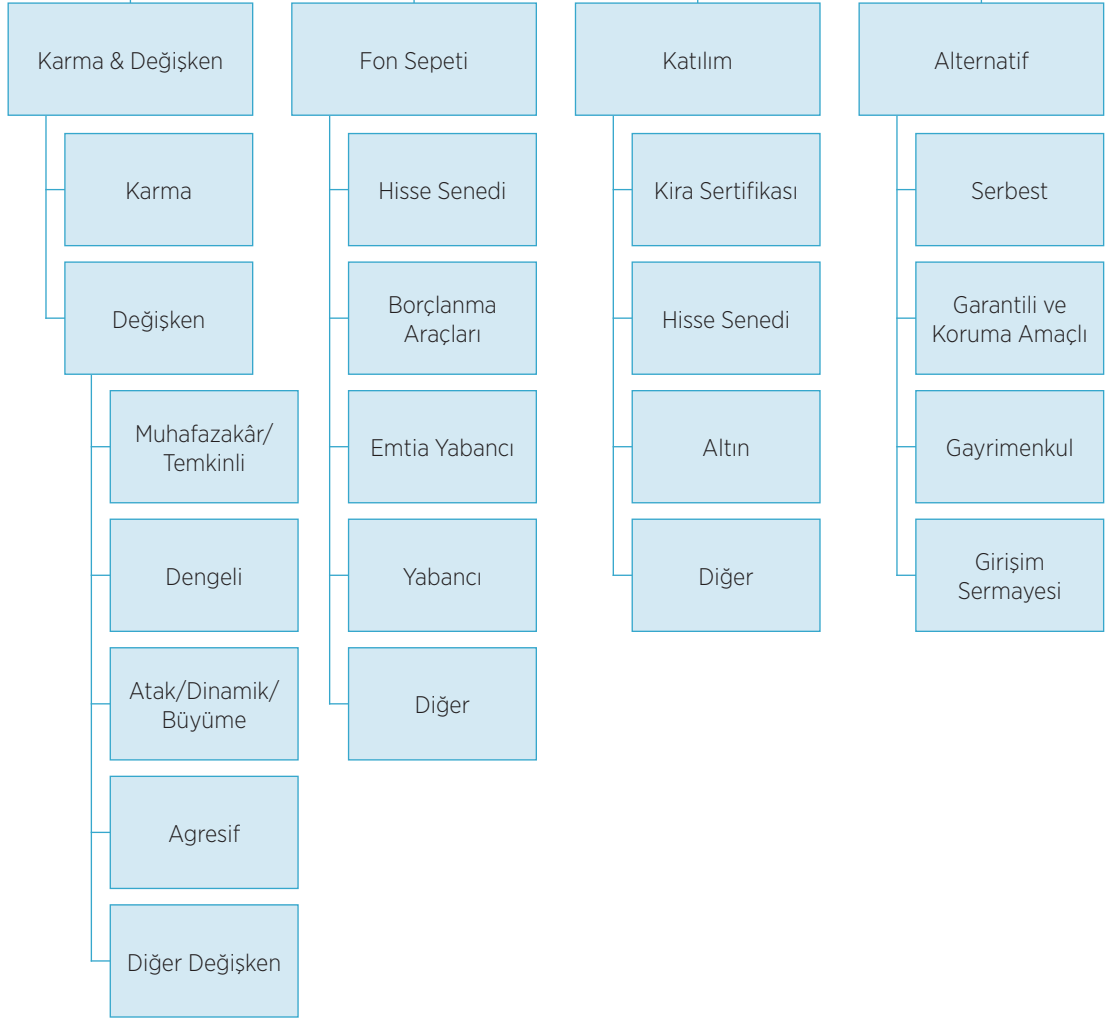
2017 Mart ayı itibarıyla iki adet girişim sermayesi yatırım fonu konvansiyonel kuruluşlar tarafından kurulmuş olup, bu fonların biri enerji sektörüne yatırım yaparken, diğeri kapalı devre (yabancıya özel ihraç) olarak çalışan ve hastanelere yatırım yapan girişim sermayesi fonudur. İlerleyen dönemlerde daha farklı ve geniş kitlelere hitap edecek şekilde kurulması fon piyasasına daha çok katkı sağlayacaktır.

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği 2016 yılında "Yatırım fonlarının sınıflandırılma esasları" hakkında yayınladığı 26 no'lu genelge ile yatırım fonlarını aşağıdaki gibi sınıflandırmaya tabi tutmuştur.

Tablo 5.4: Yatırım fonlarının sınıflandırılması



## YATIRIM FONLARI



### 5.3 YATIRIM FONLARI TEMEL İLKELERİ<sup>9</sup>

**Riskin Dağıtılması İlkesi:** Bu ilke sayesinde yatırım fonlarının, bireylerin kendi imkânları ile göze alamayacakları ölçüde riski dağıtılmaları mümkündür. Yatırım fonu portföyü oluşturulurken, fon portföyüne farklı finansal araçlar alınması, yani yumurtaların hepsinin aynı sepete konulmaması esasına dayanır. Hisse senedi portföyü oluşturulurken, farklı hisse senetlerinden alınması, kira sertifikası alımı yapılırken tek bir ihraççıdan alınmaması portföy çeşitliliğini oluşturmaktadır. Bu çeşitliliği de, SPK fon portföy sınırlamaları ile kanuni zorunluluk haline getirmiştir.

**Profesyonel Yönetim:** Menkul kıymet piyasaları nitelikleri itibarıyla belirli bir bilgi birikimini gerektiren teknik piyasalar olup, bu piyasada oluşan gelişmelerin yakından takip edilmesi gerekir. Profesyoneller piyasalarda yaşanan gelişmeleri takip edip yorumlayarak gerekli işlemleri (alım/satım gibi) gerçekleştirerek aksiyon alırlar. Bu şekilde yönetilen fonların geçmiş yıllar itibari ile getiri eğrisi oluşur. Müşterilerde fonların geçmiş performanslarına (track record) bakarak yatırım fonu tercihi yapma imkânına sahip olurlar. Bundan dolayıdır ki fonların emin ellerde, güvenilir şekilde yönetilmesi, fonların müşteriye servis edilmesi noktasında fon performansı etkisini gösterir. Çünkü müşterinin ilk sorduğu/soracağı soru fonun geçmiş performansının nasıl olduğudur.

**Menkul Kıymet Portföyü İşletme:** Yatırım fonları, bazı kısıtlamalar içerisinde birçok varlığa yatırım yapabilmekle beraber, temel amaçları menkul kıymet alıp satmak ve alım-satımlar arasında oluşan olumlu fark ile bu menkul kıymetlerin kâr payları ve değer artışlarından gelir sağlamak olan kuruluşlardır. Portföye alınan varlıklar değer kazanmalı ki fon değeri artsın, müşteri kâr edebilsin, aksi durumda müşterinin fona yatırım yapması beklenemez. Portföy yöneticiside bu doğrultuda kısa vadeli alım-satım yaparken kâr elde etmeyi, portföyünde varlık tuttuğunda, bu varlıklardan azami değer artışı sağlamayı amaç edinir.

**İnançlı Mülkiyet:** Yatırım fonları inançlı mülkiyet esasına dayanır. İnançlı mülkiyet esasında fona inançlı olarak fon kurucusu sahiptir. Tasarruf sahipleri ise fonla ilgili muameleleri yapma yetkisini kurucuya verirler. Bu yetki devri fon içtüzüğü ile olur. Kurucu, fonu bu sözleşme (içtüzük ve izahname) çerçevesinde ve tasarruf sahiplerinin haklarını koruyarak yönetmek/yönetmek zorundadır. Diğer bir ifadeyle fon varlıklarını sanki kendi varlıklarım gibi yönetme esasına dayanmalıdır ki fon yönetiminde azami özen gösterilmiş olsun.

<sup>9</sup> www.spk.gov.tr, [Erişim Mart 2015 ]

**Mal Varlığının Korunması:** Fon tüzel kişilik sahibi olmamakla beraber fonun mal varlığı kurucudan ayrıdır. Ayrıca Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca, fon malvarlığı rehnedilemez, teminat gösterilemez ve üçüncü kişiler tarafından haczedilemez. Yani fon malvarlığı yasal korunma ile güvence altına alınmıştır. Fon kurucusunun veya yöneticisinin tüzel kişilik veya şahsı adına yaptığı borçları veya işlemleri yüzünden hiçbir şekilde fon portföy varlıklarına başvurulamaz. Ancak yatırım fonu müşterisinin alacaklıları, sadece müşterinin sahip olduğu yatırım fonu katılma paylarına rehin veya haciz işlemleri için başvurur. Bu işlemlerde MKK (Merkezi Kayıt Kuruluşu) nezdinde yürütülür.

#### 5.4 YATIRIM FONLARININ FAYDALARI

Dünyada ki yatırım fonları piyasasına baktığımızda, 2014 yılı itibari ile yatırım fonlarının portföy büyüklüğü 30 trilyon doları aşmış durumdadır. 30 trilyon dolarlık portföy büyüklüğünün %22'si tahvil-bonodan oluşurken, %45'i hisse senetlerinden oluşmaktadır. Yatırım fonu piyasasından %51 oranında Amerika Birleşik Devletleri ve %25 oranında pay alan Avrupa ana oyuncu konumundadır. Rakamlardan da anlaşılacağı üzere bir ülkede yatırım fonlarının büyümesi (likit fonlardaki büyümeden kast edilmemektedir) ve belli bir büyüklüğe ulaşması, o ülkenin gelişmiş bir ülke olacağına finansal göstergesidir. Fonların yaklaşık olarak yarısının içeriğini oluşturan hisse senetlerine yatırım ise, ticaretin ve uzun vadeli yatırımın, yatırım fonları ile yapılabildiğinin ve desteklendiğinin göstergesidir. Özellikle gelişmiş ülkelerde yatırım fonu sektörünün bu kadar büyük olması; ülke ekonomilerini daha istikrarlı hale getirmekte, uzun vadeli yatırımı teşvik ettirmekte, istikrar sağlamada finansal düzenleyici ve derinleştirici araç olarak yer almaktadır. Türkiye'de ki fonların %70-80'inin kısa vadeli tahvil-bono ve repoya dayanması, maalesef bu amaçlardan ne kadar uzaklaştığının göstergesidir.

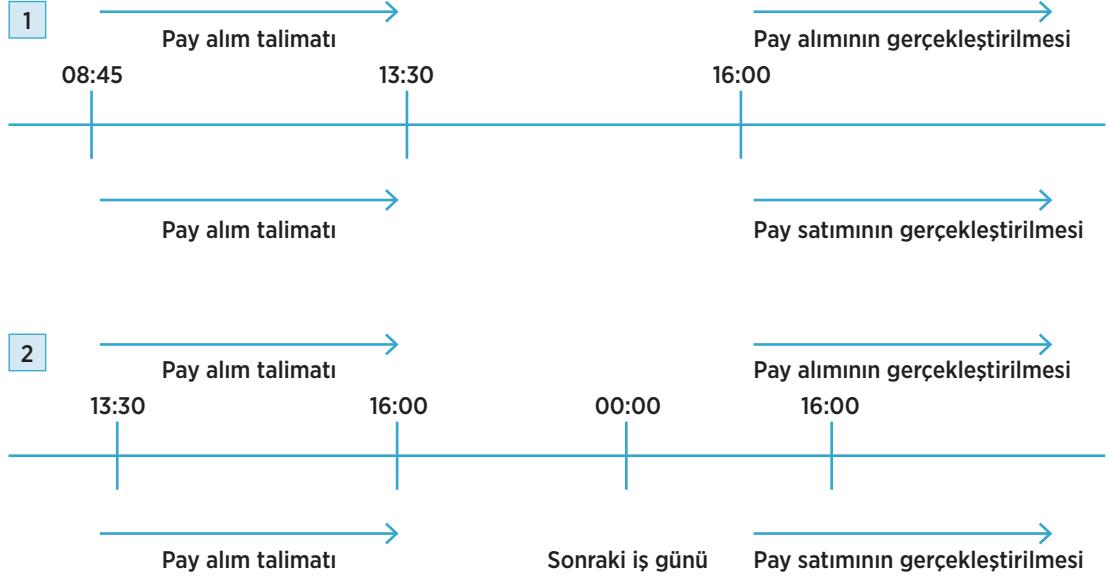
Türkiye gerçek anlamda yatırım fonları alanında büyüme kat ederse, sermaye piyasalarının da çok gelişeceği yadsınamaz bir gerçektir. Sermaye piyasalarının çok gelişmesi, şirketlerin ucuz ve geniş alternatif bir kaynak bulmasına yol açacak, bu kaynaklar firmaların yatırımlarını kolaylaştıracak ve yatırım maliyetlerini düşürecektir. Yatırımların artması istihdamın artması, ekonomik büyümenin ve refahın artması anlamına gelmektedir. Tabi bunların hepsi olumlu bakış açıları ile yapılan değerlendirmelerdir. Zira piyasaya gelen şirketler yatırımcıyı veya piyasayı dolandırmak amacı ile tahvil, bono veya kira sertifikası çıkaracak ise, veyahut hisse senetlerini gerçek değerinin çok üzerinden halka arz edecek ise, olumlu bakış açısı ile saydığımız bütün varsayımlar gerçekleşmeyecek, bunların tam tersi bir durum gerçekleşecektir. Maalesef Türkiye piyasaları bu olumsuz örnekleri fazlasıyla tecrübe etti, bu da yatırımcının güveninin kırılmasına ve dolayısıyla piyasaların yeteri kadar gelişmemesine

neden oldu, kaçan yatırımcı geri gelmediği gibi yeni yatırımcılarda bu alana gelmemiştir. 2001-2015 yılları arasındaki Türkiye'nin ekonomik büyümesi ve sermaye piyasalarında ki büyüme karşılaştırıldığında, verilerin maalesef paralel gitmediği görülecektir. Çünkü 2001-2002 yılındaki yatırımcı sayısı ile 15 yıl sonraki yatırımcı sayısı hemen hemen aynıdır.

Gerçek veya tüzel kişiler yatırım fonlarına yatırım yaptığında aşağıda sayılan avantajlardan yararlanacaktır:

- i) Tasarruf sahibinin ortaya koyduğu sermaye, profesyonel ve güvenilir yöneticiler tarafından yönetilecektir.
- ii) Yatırım fonu portföyüne alınabilecek menkul kıymetlerin sabit getirili, dövizde endeksli ve ortaklık payı gibi finansal araçlarla çeşitlenmesi nedeniyle riskin dağıtılması ve azaltılması mümkün olabilecektir.
- iii) Küçük tasarruflarla temin edilemeyecek yatırımlar, getiri potansiyeli yüksek menkul kıymetlere yatırım yapılmasına olanak sağlayacaktır.
- iv) Fon portföyündeki varlıkların değer artışlarının fon katılma payı değerine günlük olarak yansıtılması nedeniyle tasarruf sahibi, işlenmiş gelir ile birlikte gerek ihtiyacı kadar gerekse tamamını istediği anda paraya çevirebilecektir.
- v) Portföye yapılan büyük montanlı alım-satımlar nedeniyle maliyet avantajı ve zaman tasarrufu sağlamaktadır.

Yatırım fonları faizsiz finans alanına yeni geldiği için, katılım bankaları müşterileri 30 günün altında varlıklarını değerlendirebileceği yepyeni bir ürüne kavuşmuşlardır. Bu durumun müşteriler açısından oldukça kârlı ve verimli olacağı aşikârdır. Kazançlarını verimli şekilde değerlendirebilmeleri için müşterilerin varlıklarını yatırım fonları alım-satım kurallarına göre yönlendirmeleri gerekmektedir. Çünkü normal piyasa ürünlerine göre benzer işleyişi olsa da, kuralların bilinmesi hem sektör açısından hem de müşteri açısından fayda sağlayacaktır.

**Şekil 5.2: Pay alım - satım esaslar** (BİST pay piyasası'nın açık olduğu günlerde)

Yukarıdaki şekil yatırım fonlarının alım-satımı için belirlenmiş örnek bir fon alım ve satım sürecidir. Şekilde yazan saatler yatırım fonunu satan ya da yöneten kurumdan kuruma farklılık gösterebilir. Çünkü portföy yönetim şirketleri gelen taleplere bağlı olarak portföy yönetimini sağlamaktadırlar. Bu tablodaki saatler bir sonraki bölümde anlatacağımız TEFAS dışında işlem gören fonlar için farklılaşabilir. Ancak TEFAS'ta işlem gören tüm fonlar için aynı süreç uygulanmaktadır. TEFAS'ın yönetimini sağlayan Takasbank şeklindeki alım-satım saatlerini piyasasında görüşünü alarak değiştirebilir. Sonuç olarak yatırım fonu alınmak istendiğinde belli bir saate kadar talep gelirse, gelen talep, o akşamki fon katılma payı fiyatı üzerinden gerçekleşip, sonraki iş gününde müşterinin hesabına yatırım fonu katılma payları olarak yansıtılacaktır. Müşteri talepleri belirtilen saatten sonra gelirse, müşteri yatırım fonunu bir gün gecikmeli olarak alacaktır. Bu saatler belirlenirken yatırım fonlarının işlem yaptığı piyasa saatleri dikkate alınmaktadır. Örneğin, "BİST Borçlanma Araçları Piyasası" saat 14:00 itibari ile kapanması ve 14:00'ten sonra yapılan işlemlerin bir gün valörlü olması yatırım fonları çalışma usullerini de etkilemektedir.

Yatırım fonları alım işlemlerinin aksine satım işlemleri fon türüne göre farklılık göstermektedir. Örneğin, hisse senedi işlemlerinin takası T+2 valörlü gerçekleşmektedir. Müşteri hisse senedini sattığı zaman, parasını ancak iki iş günü sonrasında elde edebilmektedir. Bu süreç yatırım fonlarında yansımıştır. Eğer yatırım fonu portföyünde hisse senedi varsa, verilen



emir şirketin belirlediği bir saate kadar gerçekleşiyorsa, müşteri yatırım fonunu sattığında müşteri hesabına para iki iş günü sonra geçebilmektedir. Şirketin belirlediği saatten sonra müşteri satım talebini veriyorsa, emir birgün gecikmeli olarak T+3 valörlü olarak gerçekleşecektir. Eğer fon portföyünde hisse senedi değilse, kira sertifikası, altın, katılma hesapları varsa, işlemler T+1 valörü ile gerçekleşir. Yine yukarıdaki tabloda gösterildiği gibi belirlenen saatler aşıldığında T+1 yerine T+2 valörü geçerli olacaktır. Şekil 5.2'deki birinci çizgi kira sertifikaları, katılma hesapları, altın vs. gibi ürünleri portföylerinde bulduran fonlar için geçerliken, ikinci çizgi hisse senetlerinin bulunduğu fonlar için geçerlidir. Fon portföyünde hisse senedi olmazsa bile, fon izahnamesinde fon portföyüne hisse senedi alabilir yazıyorsa, valör T+2 olarak yazılır ve yazıldığı şekilde valör süreleri uygulanır.

Aşağıdaki metinler piyasada katılma fonu olan bir şirketin fon izahnamesinden alınmış, fon alım-satım kurallarıdır. Biri hisse senedi içerikli katılma fonunun, katılma payı satım bedellerini ödeme esaslarını, diğeri kira sertifikası içerikli katılma fonunun katılma payı satım bedellerinin ödeme esaslarını içermektedir.

#### **Hisse Senedi Fonu (Hisse İçerikli Katılma Fonu):**

**Katılım Payı Satım Bedellerinin Ödenme Esasları:** Katılma payı bedelleri, iade talimatının, BİST Borçlanma Araçları Piyasası'nın açık olduğu günlerde **saat 13:30'a kadar** verilmesi halinde, talimatın verilmesini **takip eden ikinci işlem gününde**, iade talimatının BİST Borçlanma Araçları Piyasası'nın açık olduğu günlerde saat **13:30'dan sonra verilmesi halinde ise**, talimatın verilmesini **takip eden üçüncü işlem gününde yatırımcılara ödenir.**

#### **Kira Sertifikası Fonu:**

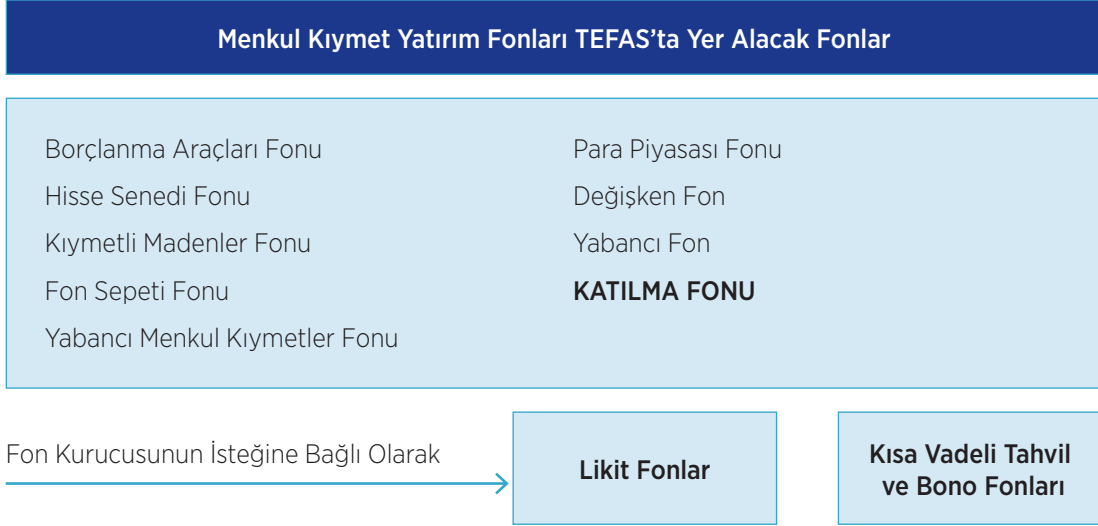
**Katılım Payı Satım Bedellerinin Ödenme Esasları:** Katılma payı bedelleri, iade talimatının, BİST Borçlanma Araçları Piyasası'nın açık olduğu günlerde **saat 13:30'a kadar** verilmesi halinde, talimatın verilmesini **takip eden birinci işlem gününde**, iade talimatının BİST Borçlanma Araçları Piyasası'nın açık olduğu günlerde saat **13:30'dan sonra verilmesi halinde ise**, talimatın verilmesini **takip eden ikinci işlem gününde yatırımcılara ödenir.**

## 5.5 TEFAS (TÜRKİYE ELEKTRONİK FON DAĞITIM PLATFORMU)

Fon kurucuları tarafından kurulan menkul kıymet fonları katılma belgelerinin merkezî bir elektronik platformda, platforma üye olan dağıtım kuruluşları aracılığıyla alım satımına imkân veren, operasyonunun Takasbank-MKK sistemi ile bütünleşmiş bir şekilde tam otomasyona dayalı olarak gerçekleştirilmesini sağlayan elektronik bir platformdur. Bankalar, aracı kurumlar bu platforma üye olmak ve bu platformda sunulan tüm fonları kendi dağıtım kanalları (internet, şube) üzerinden müşterilerine sunmak zorundadırlar.

TEFAS'ta sadece menkul kıymet yatırım fonları işlem görmekte olup, BİST'te işlem gören Borsa Yatırım Fonları ve nitelikli yatırımcılara satılan fonlar (serbest fonlar, koruma amaçlı fonlar, girişim sermayesi yatırım fonları ve gayrimenkul yatırım fonları) işlem görmemektedir. Bu fonlara ilave olarak emeklilik yatırım fonları da bu platform üzerinde işlem görmemektedir. Ayrıca menkul kıymet yatırım fon türevleri arasında yer alan likit fonlar (para piyasası fonları) ve kısa vadeli tahvil-bono fonları da, fon kurucularının isteğine bağlı olarak TEFAS'ta işlem görmeyebilir. Bu platform üzerinden yapılan alım-satım işlemlerinden dolayı elde edilen yatırım fonu ücretinin kazancı dağıtıcı ve yönetici arasında paylaşılmaktadır. Bu paylaşım oranı kanun tarafından belirlenmiş olup, %35 satıcı, %65 fon kurucusu fonların yönetim ücretinden pay almaktadır. Ancak fon kurucusu ile fon dağıtıcısının kendi arasında özel olarak yapacağı sözleşme ile, paylaşım oranlarında %35-65 arasında kalmak kaydı ile paylaşım oranlarında değişikliğe gitme hakları saklı tutulmaktadır. Piyasada aktif olan tüm menkul kıymet yatırım fonları, piyasadaki tüm bankalar ve aracı kurumlar tarafından müşterilerine sunulmak zorundadır. Yani, A portföy yönetim şirketinin ana ortağı olan banka veya aracı kurum, B portföy yönetim şirketinin kurucusu olduğu menkul kıymet fonlarını müşterilerine satamamazlık yapamayacaktır. Yeni çıkan mevzuat gereği fon kurucuları sadece portföy yönetim şirketleri olacaktır, ancak bankalar bu piyasada asıl dağıtım kanalı oldukları için, piyasada ki asıl oyuncu olmaya devam edeceklerdir. Ancak neredeyse her bankanın kendine ait portföy yönetim şirketi olması nedeniyle, fonların satış ve büyüme dayanağı yine bankalar olacaktır. Bankalar kendi dağıtım kanalları üzerinde, sahibi olduğu portföy yönetim şirketlerinin fonları için ilave ayrımcılığa gidemeyeceği tebliğ ile belirtilmiştir. Ancak bunu uygulamada yürütmek çok zor gözükmektedir.

**Tablo 5.5: TEFAS'ta alım-satımı yapılabilecek fonlar**



Takasbank tarafından düzenlenen “Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu Taahhütnamesi”ni imzalayan bankalar, aracı kuruluşlar, portföy yönetim şirketleri ve yapılacak düzenlemeler ile dahil edilebilecek diğer kuruluşlar TEFAS'ta işlem yapabilirler. Katılım bankaları da 9 Ocak 2015 tarihi itibari ile bu platformda işlem yapmaya başlamışlardır. Kira sertifikası piyasasının yavaş yavaş gelişmeye başlaması ile beraber katılım bankaları da bu alanda fon kurduzmaya başlamışlardır. Bu sisteme zorunlu üye olmaları ile katılım bankaları yeni bir ürün ile tanışmış oldular. Sadece katılım bankaları değil, katılım bankaları müşterilerine hitap etmek isteyen konvansiyonel finansal kuruluşlar da faizsiz fonlar kurarak sektöre adım atabilirler. Zira konvansiyonel kurumlar bu yönde çalışmalar yaparak faizsiz fonlar kurmuşlardır ve yenileride gelecektir. TEFAS sistemi yeni kurulduğu için gerek katılım bankalarında gereksede ticari bankalarda fon piyasasının gelişimini ve TEFAS sisteminin etkisini ilerleyen yıllarda daha iyi görebileceğiz.

Bu sistemi katılım bankaları açısından değerlendirirsek; bu kuruluşların çalışma ilkele-ri gereği tüm fonların alım-satımına aracılık etmeyeceklerdir. Zira kendi çalışma kriterle-ri dışında ki finansal araçlara aracılık etmesi, kuruluş ilkelerine aykırılık teşkil etmektedir. Bu nedenle yetkili otoritelerin onayı ile, kendi dağıtım kanallarından sadece faizsiz finans esaslarına göre kurulmuş yatırım fonlarına aracılık etmektedirler. Katılım bankalarının şu-besine gelen ya da internet sitesine giren müşteriler, sadece katılım bankaları danışma kurulları tarafından icazeti verilmiş yatırım fonlarını görebilecekler, diğer fonları ise sistem-

lerinde göremeyecekleri için alım-satıma konu edilmeyecektir. Müşteri internetten ya da şubeden sadece faizsiz finans esaslarına göre işleyen fonlara yatırım yapabilecektir. Bu alım-satımdan kaynaklanan operasyon, Takasbank, katılım bankaları ve MKK arasında gerçekleştirilecektir. Müşteri satın aldığı fon katılma paylarını, katılım bankası hesabının yanı sıra, katılım bankaları tarafından MKK'da kendi adına açılan hesapta da görebilecektir. Yine aynı şekilde hesabındaki yatırım fonunu katılım bankaları vasıtası ile TEFAS üzerinden satışını gerçekleştirebilecektir. Bu işlemlerin yapılabilmesi için TEFAS sistemi ile katılım bankaları arasında sistemsel altyapının kurulması gerekmektedir. Bu işlemlerin getiri yönünden cazip olmaması nedeniyle 2017 başı itibarı ile sektördeki bazı katılım bankaları bu sistemi doğrudan kendi sistemleri üzerinden değil, bir aracı kurum vasıtası ile kullanmaktadırlar.

Yatırım fonları sektörünün yeteri kadar gelişmemesi ve yıllardır likit fonlar üzerine kurulu bir sektör olmasından dolayı, yetkili otorite tarafından etkili ve radikal bir adım atılarak bu sistem oluşturulmuştur. Bu sistemin başarılı olması yatırım fonları sektörünün gelişmesine, dolayısıyla sermaye piyasaları sektörünün gelişmesine büyük katkı sağlayacaktır. Sermaye piyasası sektörü gelişmiş bir ekonominin finansal sistemi belli bir derinliğe ulaşacak ve finansal istikrara kavuşacaktır. Türkiye'nin geçmiş yıllarda yaşadığı ekonomik krizler, sermaye piyasalarında oluşacak derinlik ve gelişme sayesinde, bu tür krizlerin artık çok kolay olmayacağını ve bu krizlerin olumsuz etkilerini azaltacak faktör olacağını belirtebiliriz.

## 5.6 SERMAYE PİYASASI ARAÇLARININ SATIŞI

Yatırım fonları, kira sertifikaları, hisse senetleri, türev ürünler gibi finansal araçların hepsi sermaye piyasası ürünü olup, yeni SPK kanunu gereği bu ürünlerin satışı her müşteriye gerçekleştirilmeyecek ve satış yapılırken farklı yasal prosedürlere tabi tutulacaktır. Sermaye Piyasası Kurulu bu tür ürünlerin satışı için müşterileri profesyonel ve genel kategori olarak iki ana müşteri sınıflandırmasına tabi tutarak sektöre yeni bir uygulama getirmiştir. Bu doğrultuda müşteri türüne göre yatırım fonlarının satışında gerçekleştirilecektir. Örneğin, profesyonel müşteri gayrimenkul yatırım fonlarına, girişim sermayesi yatırım fonlarına veya serbest fonlara yatırım yapabilirken, genel müşteri sınıfında ki yatırımcılar bu ürünlerin alımını gerçekleştiremeyecektir. Ayrıca bu ürünlerin satışında müşteri türüne göre müşterinin risk algısını ve ürün bilgisini ölçen uygunluk testi kavramı geliştirilmiştir. Bu ürünlere yatırım yapmak isteyen genel kategori sınıfındaki tüm müşterilere uygunluk testi yapılmak durumundayken, profesyonel kategorideki müşteriler bu teste tabi tutulmak zorunda değildiler.

### 5.6.1 Müşteri Sınıflandırılması<sup>10</sup>

#### Profesyonel müşteri ve genel müşteri

“Profesyonel Müşteri” kendi yatırım kararlarını verebilecek ve üstlendiği riskleri değerlendirebilecek tecrübe, bilgi ve uzmanlığa sahip müşteriyi ifade eder. Bir müşterinin profesyonel müşteri olarak dikkate alınabilmesi için aşağıdaki kuruluşlardan biri olması ya da sayılan nitelikleri haiz olması gerekir:

- Aracı kurumlar, bankalar, portföy yönetim şirketleri, kolektif yatırım kuruluşları, emeklilik yatırım fonları, sigorta şirketleri, ipotek finansman kuruluşları, varlık yönetim şirketleri ile bunlara muadil yurt dışında yerleşik kuruluşlar.
- Emekli ve yardım sandıkları, 17/7/1964 tarihli ve 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20 nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar.
- Kamu kurum ve kuruluşları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu gibi uluslararası kuruluşlar.
- Nitelikleri itibarıyla bu kurumlara benzer olduğu Kurulca kabul edilebilecek diğer kuruluşlar.
- Aktif toplamının 50.000.000 Türk Lirası, yıllık net hâsılatının 90.000.000 Türk Lirası, özsermayesinin 5.000.000 Türk Lirasının üzerinde olması kıstaslarından en az ikisini taşıyan kuruluşlar.
- Talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilen müşteriler.

Profesyonel müşteri tanımına girmeyen müşteriler “Genel Müşteri” kabul edilir.

#### Talebe dayalı olarak profesyonel müşteri kabul edilecek müşteriler

Genel müşterilerden aşağıdaki nitelikleri haiz olanlar, yazılı olarak talep etmeleri ve aşağıdaki şartlardan en az ikisini sağladıklarını tevsik etmeleri durumunda, yatırım kuruluşunun sunabileceği hizmet ve faaliyetlerden profesyonel müşteri sıfatıyla yararlanabilir. Bir müşterinin profesyonel müşteri olarak kabul edilebilmesi için aşağıdaki şartlardan en az ikisini sağlaması gerekir:

- İşlem yapılması talep edilen piyasalarda son bir yıl içinde, her üç aylık dönemde en az 500.000 Türk Lirası hacminde ve en az on adet işlem gerçekleştirmiş olmaları
- Nakit mevduatlarının ve sahip olduğu sermaye piyasası araçlarının da dâhil olduğu finansal varlıkları toplamının 1.000.000 Türk Lirası tutarını aşması

<sup>10</sup> <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/12/20131217-13.htm>

- Finans alanında üst düzey yönetici pozisyonlarından birinde en az iki yıl görev yapmış olması veya sermaye piyasası alanında en az beş yıl ihtisas personeli olarak çalışmış olması veya Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı veya Türev Araçlar Lisansına sahip olması

Kurulun ilgili düzenlemelerinde yer alan nitelikli yatırımcı tanımı kapsamında, talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilecek müşterilerin belirlenmesinde sadece ikinci bentteki şartı sağlayanlar nitelikli yatırımcı olarak kabul edilir.

Yatırım kuruluşları yani bankalar ve aracı kurumlar tüm müşterilerini profesyonel ve genel müşteri olarak sınıflandırmak, bu sınıflandırmaya uygun olarak hizmet sunmak ve müşteri sınıflarına uygun olarak sermaye piyasası ürünlerinin satışını yapmak ve satış aşamasındaki diğer yasal yükümlülükleri (uygunluk testleri, risk bildirim formları, alım-satım talimatları vs.) yerine getirmek zorundadırlar.

Müşteri, tabi olduğu sınıflandırmayı etkileyebilecek bir durum ortaya çıktığında söz konusu hususu yatırım kuruluşuna bildirmekle, yatırım kuruluşu ise müşterinin sınıfını etkileyecek bir durumun ortaya çıktığını öğrenmesi halinde mevzuatta öngörülen yükümlülüklerin yerine getirilmesi için gerekli işlemleri tesis etmekle yükümlüdür. Yukarıda yer alan esaslar çerçevesinde verilen bilgilerin doğruluğundan ve gerektiğinde güncellenmesinden müşteri sorumludur. Yatırım kuruluşları müşterilerin, profesyonel müşteri olduğuna ilişkin tevsik edici belgeleri müşteriden talep etmekle ve Kurulun belge ve kayıt ile ilgili düzenlemeleri uyarınca belirlenen süreyle saklamakla yükümlüdür.

Hem profesyonel müşteriler hem de talebe dayalı olarak profesyonel müşteri kabul edilecek müşteriler için belirtilen tutarlar gerekli görülmesi durumunda Kurul (SPK Üst Kurulu) tarafından değiştirilebilir.

Ürün bazında değerlendirmeye tabi tuttuğumuzda menkul kıymet yatırım fonları, devlet veya özel sektör kira sertifikaları hem profesyonel hem de genel kategoride ki tüm müşterilere satılabilir. Ancak girişim sermayesi yatırım fonları, gayrimenkul yatırım fonları ve serbest fonlar sadece profesyonel ve nitelikli yatırımcı sınıfındaki müşterilere satılabilirken genel kategoride yer alan müşterilere satılamaz. Ayrıca genel nitelikte ki müşterilere göre uygunluk testi sonucuna göre genel kategorideki müşterilere satılabilecek her üründe satılamayacaktır. Örneğin, müşterinin uygunluk testi sonucu risk algısı, tecrübesi ve bilgisi düşük çıktı ise, müşteriye türev ürün satılamayacaktır. Katılım bankalarında 2016 yılı ve sonrası için müşterilerine sunduğu forward ürününü bu testin sonucunda müşteriye sunup sunmayacağına karar verecektir. Bu tebliğ hükümleri katılım bankalarını da bağladığı için,

SPK'nın kurallarına göre kendi sistemsal altyapılarını oluşturup müşteri sınıflandırması alt-yapısına gitmeleri ve uygunluk testlerini oluşturmaları gerekmektedir.

### 5.6.2 Uygunluk Testi<sup>11</sup>

Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Yatırım kuruluşları alım-satıma aracılık ve halka arza aracılık faaliyetleri kapsamında yalnızca genel müşterilere uygunluk testi yapmakla yükümlüdür.

İstisnalar: Ürün veya hizmetin müşterinin kendi talebi doğrultusunda sunulması ve uygunluk testi yapmakla yükümlü olmadığına dair müşteriye bilgilendirmesi şartıyla;

- TEFAS'ta işlem gören yatırım fonları ile para piyasası fonları ve kısa vadeli yatırım fonları katılma payları,
- Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilmiş borsalarda ve diğer teşkilatlanmış piyasalarda işlem gören kamu borçlanma araçları,

için uygunluk testi yapılması zorunlu değildir.

Yatırım kuruluşunun uygunluk testini yapabilmesi için gerekli bilgileri sağlamak amacıyla standart formları geliştirmesi ve bu formda yer alan bilgileri güncel olarak tutması gerekir. Uygunluk testine dair ilk bilgiler yazılı olarak alınır, güncellemeler ise elektronik ortamda yapılabilir.

Uygunluk testi kapsamında asgari olarak aşağıda yer alan hususlarda bilgi alınır;

- Müşterinin yatırım amaçlarına ilişkin olarak; yatırım süresi ile risk ve getiri tercihleri,
- Müşterinin portföyünde veya hesabında gerçekleştirilecek işlemlere ilişkin riskleri anlayacak bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadığına ilişkin olarak; müşterinin yaşı ve mesleği, eğitim durumu, geçmişte gerçekleştirdiği sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemlerin türü, niteliği, hacmi ve sıklığı,

Müşterinin uygunluk testi için yatırım kuruluşuna bilgi vermemesi veya eksik ya da güncel

<sup>11</sup> <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/12/20131217-13.htm>

olmayan bilgi vermesi halinde, yatırım kuruluşu hangi ürün ya da hizmetlerin müşteriye uygun olduğunun tespit edilmesine imkân bulunmadığı hususunda müşteriye yazılı olarak uyarır.

Uygunluk testi sonucunda herhangi bir ürün ya da hizmetin uygun olmaması durumunda yatırım kuruluşu müşteriye yazılı olarak uymalıdır. Bu durumda yatırım kuruluşu söz konusu ürün ya da hizmete yönelik olarak müşteriye birebir genel yatırım tavsiyesinde bulunamaz. Hangi ürün ya da hizmetlerin müşteriye uygun olduğunun tespit edilmesine imkân bulunmadığına veya bir ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olmadığına ilişkin uyarıda bulunmuş olmasına rağmen, müşterinin söz konusu hizmet ya da ürünü almak istemesi durumunda müşteriye söz konusu talep yönünde hizmet verip vermemek hususunda serbesttir. Bu durumda müşteriden “Uygunluk Testi Sonucuna Rağmen İşlem Yapma Talebi” dokümanı müşterinin ad-soyadı ve imzasıyla birlikte alınmalıdır. Bu aşamadan sonra, müşterinin ilgili piyasalarda işlem yapmayı talep etmesi halinde söz konusu piyasalarda, yönlendirme ve genel yatırım tavsiyesi vermeden işlem yapılabilecektir.

Uygunluk testi yapmak için kullanılacak standart formların asgari içeriği Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından belirlenerek Kurul onayına sunulur. Örnek uygunluk testi formunu Ek-2’de bulabilirsiniz. Müşterilere doldurtulması gereken bu form ile sermaye piyasalarında yatırımcı olan kişi ve kurumların bilgilendirilmesi hedeflenmektedir. Özellikle türev ürünlerde bireysel müşterilerin yaşamış olduğu kayıpların bir nevi önüne geçilmesi ve bilinçlendirilmesi amaçlanmıştır. Katılım bankalarında bireysel müşterilere yönelik çok kısıtlı şekilde türev ürün satılmaktadır, satılan tek türev üründe forward ürünü olduğu için, bu durumlara çok az rastlanmaktadır.

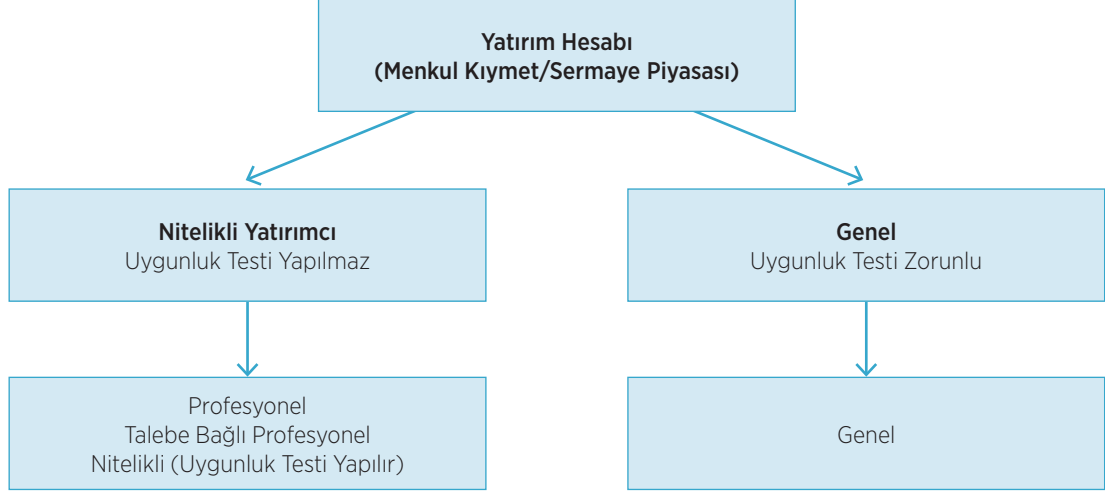
Hisse senetlerine aracılık konusunda faizsiz finans kriterlerine uygun hisse senetlerinin alım-satımı söz konusu olsa bile, burada ki risk geneldir, piyasa riski ve firma riskini içermektedir. Kira sertifikası veya yatırım fonlarında ise genellikle sabit getiriye yakın veya risk dalgalanması az ürünlerdir. Türev ürünler ise aşırı risk unsuru olabilecek sermaye piyasası ürünleri olup 2016 yılına kadar sınırlı sayıdaki forward ürünü kullanıcıları haricinde müşterilere sunulmadığını belirtebiliriz. Yatırım fonları ve kira sertifikaları konusunda altyapısını bitiren katılım bankaları müşterilerine doğrudan bu ürünleri sunarken bu tebliğlere birebir uymak durumundadırlar. Bu ürünleri satarken müşteri sınıflandırılması uygunluk testi bakımından önem arz edecektir. Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ gereği tüm kuruluşlar müşterilerini profesyonel ve genel kategori olmak üzere iki sınıfa ayırmak zorundadırlar. Profesyonel müşterilere uygunluk testi yapılmazken, genel kategoride ki tüm müşterilere bu testinin yapılması zorunludur.



Katılım bankaları kendileri aracı kurum kullanmadan doğrudan tüm müşterilerine ihraç edilmiş özel sektör veya kamu kira sertifikalarını ikinci el piyasada satabilmektedirler. Buna ilave olarak eğer sistemsel altyapılarını tamamlamışlarsa nitelikli yatırımcılara da doğrudan kira sertifikası ihracını yapabilmektedirler. Yani nitelikli yatırımcılara birinci el piyasada kira sertifikası satışını doğrudan yapabilmektedirler. Kira sertifikası halka arzı için ise, SPK kanunu gereği muhakkak bir aracı kurum kullanmak zorundadır. Yatırım fonlarında ise, TEFAS fonlarını herkese satabilirken, serbest fon, gayrimenkul veya girişim sermayesi fonu gibi fonları ise sadece nitelikli yatırımcılara satabilmekte ve bu fonlar TEFAS sistemi üzerinden müşterilere sunulamamaktadır. Dolayısıyla katılım bankaları bu işlemleri sorunsuz gerçekleştirebilmek için sistemlerini bu müşteri kategorilerine göre sınıflandırmalıdır.

“Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliğinde”, Kurulun yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler de dahil profesyonel müşterileri, nitelikli yatırımcı olarak tanımlanmıştır. Ayrıca Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ’in 32. maddesinin b fıkrasında, nakit mevduatlarının ve sahip olduğu sermaye piyasası araçlarının da dâhil olduğu finansal varlıkları toplamının 1.000.000 Türk Lirası tutarını aşan müşterileride nitelikli yatırımcı olarak tanımlamıştır. Bu yasal hükümler altında müşteri sınıflandırılması aşağıdaki gibi yaparlarsa katılım bankaları sermaye piyasası araçları satış işlemlerini operasyonel tarafını kolaylaştırarak yürütebilirler, yasal hükümlere de uyumuş olurlar. Bir milyon TL varlığı olup talebe dayalı profesyonel müşteri statüsünde belirtilen diğer iki şarttan birini sağlamıyorsa, müşteri profesyonel müşteri olmadığı için nitelikli yatırımcı olsada uygunluk testi yapılması gerekir sonucu çıkabilir.

**Şekil 5.3: Müşteri sınıflandırılması**



## 5.7 KATILIM BANKALARINDA YATIRIM FONLARI

Şu ana kadarki açıklamalar genel olarak mevzuatta geçen yatırım fonlarının tanım ve içeriklerini kapsayacak bilgi ve yorumlara yer verilmiştir. Ayrıca fon bazında katılım bankaları için olması gereken fon türlerinin içeriklerine ana hatları ile değinilmiştir. Katılım bankalarında yatırım fonlarının oluşturulması noktasında yukarıdaki SPK kısıtlamalarına ek olarak katılım bankalarının kendi uyguladıkları ilkeler de dikkate alınır.

Yatırım fonları da hisse senetleri gibi sermaye piyasası ürünleri olduğu için benzer şekilde AAOIFI kurallarının uygulanabileceğini söyleyebiliriz. Yatırım fonu yönetimi yapılırken AAOIFI'nin aşağıda belirtilen hisse senetleri kuralları yatırım fonları için de dikkate alınabilir. Zira fon portföylerine hisse senetleri, hisse senedini çıkaran şirketlerin kira sertifikaları veya bu firmaların başka finansal araçları gelir üretmek amacı ile konulabilmektedir. Dolayısıyla fon portföyünde aşağıdaki AAOIFI kurallarına uyulması katılım bankaları için elzem bir durum teşkil etmektedir.

### a) Faaliyet Alanı

Yatırım yapılabilecek şirketlerin faaliyet alanları ile ilgili kısma hisse senetleri bölümünden ulaşılabilir.

## b) Finansal Oranlar

1. Toplam faizli krediler / Piyasa değeri < %30,
2. Faiz getirili nakit ve menkul kıymetler / Piyasa değeri < %30,
3. Faaliyet alanları kısmında fıkhen uygun olmadığı belirtilen faaliyetlerden elde edilen gelir / Toplam gelir < %5,

Yatırım fonları portföyüne alınan hisse senetleri yukarıdaki kistaslara göre alındığı için bu bölümde bu kistaslara detaylıca değinilmemiştir. Ancak diğer sermaye piyasası ürünlerinin fon portföyüne alınması söz konusu olduğunda yukarıdaki kurallar tartışmalı hale gelmektedir. Örneğin yatırım fonları hiçbir şekilde faiz ürünü barındıracak tahvil, bono, türev ürün gibi finansal araçlara yatırım yapmamalıdır. Yapıldı ise, kısa sürede bu ürün fon portföyünden çıkarılarak arındırma işlemi yapılmalıdır. Elde edilecek faiz geliri, fona alınmış kurallara uygun hisse senetlerinden kaynaklı olabilir, burada yatırımcının yapacağı pek bir şey gözükmemektedir. Burada yapılacak tek şey fon veya yatırımcı tarafından mevcut geliri faizden arındırma işlemi uygulanmasıdır. Ancak yatırımcıların emeklilik fonlarında arındırma işlemi yapmasının çok zor olması, normal yatırım fonlarında ise bu işlemleri takip etmesi zor olduğu için, fon yöneticisinin arındırma işlemi yapması daha makul gözükmemektedir. Ancak bu arındırma işlemine yani uygun olmayan gelirlerin fondan çıkarılması SPK onayına tabi olduğu için, her seferinde bu işlemlere başvurmamak adına bu tarz işlemlerde bir yönetmelik değişikliği gerekmektedir. Kaldı ki bu fonların içeriği faizsiz gelirlerden oluşması, işin temel ilkesi olması hasebi ile yatırımcıların arındırma işlemine fonu alırken en başta onay verdiğini düşünebiliriz. Fondan çıkarılacak uygun olmayan bu gelirler şirket için değil, SPK'nın ya da şirketin belirleyeceği alanlarda bağış amaçlı kullanılabilir. Mevcutta emeklilik yatırım fonlarının arındırma yapması mevzuat kısıtlamaları nedeni ile pek mümkün gözükmemektedir. Dolayısıyla bu alanda düzenleme ihtiyacı bulunmaktadır. Bu alanlardaki düzenlemeler ise Hazine Müsteşarlığının denetlemesi ve düzenlemesi altındadır.

Şirket bilançoları üç ayda bir açıklandığı için bu kriterlere uyan hisse senedi listesi üç ayda bir gözden geçirilebilir ve liste her üç ayda bir değiştirilebilir. Yatırım fonu yöneticisi ilk üç aylık finansal veri kriterlerine göre aldığı hisse senedi, ikinci çeyrekte açıklanan finansal tablolara göre takip ettiği faizsiz kriterleri karşılamıyorsa, bu hisse senedini sonra ki üç aylık bilanço dönemine kadar elinden çıkarmalıdır. Eğer bu hisse senedinden alım-satım kârı elde edilmişse kâr müşteride/fonda kalır. Zira fon portföyüne ilk alındığında faizsiz kriterler karşılanıyordu ve bu niyet doğrultusunda hisse senedine yatırım yapılmıştı. Dolayısıyla elde edilen alım-satım kârının fıkhen uygun olduğu görüşü piyasadaki danışma kurulu üyelerinin çoğunluğu tarafından dile getirilmekle birlikte aksi görüşler de vardır. Ancak müşteri bu hisse senedinden temettü geliri elde etmişse, temettü gelirinin fıkhen uygun

olmadığı dolayısıyla bu elde edilen temettü gelirinin uygun olmayan kısmının elden çıkarılması gerektiği danışma kurulu üyeleri tarafından dile getirilmektedir. Temettü gelirinin faaliyetlerden kaynaklanan bir getiri olması ve şirketin faaliyetlerinin bir kısmında fıkhen uygun olmaması, getirinin de bir kısmının fıkhen uygun olmayacağı görüşünü ortaya çıkarmıştır. Ancak burada başka bir sorun daha ortaya çıkmaktadır. İlk çeyrekte faizsiz kriterleri karşılayan şirket, ikinci çeyrek mali tabloları açıklandığında belirtilen kriterleri karşılamadığında portföyden çıkarılması gerektiği ifade edilmektedir. Eğer bu şirket üçüncü çeyrek mali sonuçları açıkladığında tekrar kriterleri sağlarsa, üç çeyrek boyunca bu hisseyi elinde bulunduran kişinin/fonun durumu ne olacağı tartışma konusu olmaktadır. Bazı yurtdışı uygulamalarda bir dönem süre verilmekte, sonraki dönemde kriterler sağlanırsa devam edilebilmektedir. Türkiye faizsiz finans piyasası bu alanda aşama kaydettikçe, danışma kurulu üyelerinin bu konular üzerine daha da yoğunlaşmaları gerekecektir. Katılım bankalarında bu tür işlemlerin pek yapılmamasından dolayı belli standartların hala oluşmadığını, oluşturulmadığını ifade edebiliriz.

Bazı fıkah alimleri, toplam gelir içindeki %5 faiz gelirini sınırlama nedeni şu şekilde açıklamaktadırlar; Dünyada mevcut finansal sistemin faizli yapı üzerine kurulmuş olması ve şirketlerin bu yapı içinde faize bulaşmamasının çok zor olmasından dolayı %5'lik bir tavan sınırlaması getirilmiştir. Yatırım fonları portföyünde olan hisse senetlerinin de bu kısıtlamaya tabi olacağı aşikârdır. Ancak yatırım fonları portföyüne faiz içeren tahvil-bono alınması ya da faizsiz finans kriterlerine uygun olmayan işlemlerle (örneğin; domuz eti satışı) uğraşan şirket hisseleri alınmasının %5 kısıtlamasına tabi tutulmaksızın fıkhen uygun olmadığı ifade edilmiştir. Dolayısı ile finansal yapı oranlarının yatırım fonları için uygulanması pek doğru gözükmemektedir. Zira yatırım fonu portföy yöneticileri, portföye finansal ürün alırken istediği gibi seçme hakkına sahiptir. Bir tercih söz konusu olduğu için yatırım fonlarının portföyüne tahvil, bono, varant, futures ve opsiyon gibi faizsiz finans ilkelerine uygun olmayan ürünleri finansal oranlara bakılmaksızın alınması uygun değildir.

Yatırım fonu portföyünde bulunan hisse senetlerinin az da olsa bir miktar faiz geliri veya diğer uygun olmayan gelirleri bulunabilir. Katılım Endeksi kurallarına göre burada üst sınır %5'tir. Yani uygun olmayan gelirlerinin toplam gelirlerine oranı %5'in üzerinde olan şirketler katılım endeksine giremez. Ancak %0 ile %5 arasında uygun olmayan geliri olan şirketler bulunabilir. Genel kabul, fon portföyündeki bu şirketler temettü dağıtır ise, dağıtılan temettüden uygun olmayan gelirinin arındırılması gerektiği yönündedir. Yurtdışında kurulmuş fonlar bu kısmı bağış olarak vermekte veya arındırma işlemine tabi oranı yatırımcılara ilan etmektedirler. Uygun olmayan gelirin tasarruf tercihi yani arındırması yatırımcıya bırakılmaktadır. Hâlbuki ülkemizde buna ilişkin bir mevzuat hükmü yoktur. Fon varlığından

bağış veya benzeri ödeme yapılamaz. Bu durumda geriye iki yol kalmaktadır; uygun olmayan gelir oranı ilan edilerek yatırımcı bilgilendirilir ve yatırımcı kendi arındırma işlemini yapar ya da temettü almaktan kaçınır. Ne yazık ki fonların temettü dağıtma konusu da mevzuatımızda düzenlenmemiştir. 2016 yılı itibarıyla Türkiye’de temettü dağıtan iki adet fon bulunmaktadır, bunlarda Dow Jones Islamic Market Türkiye ve Katılım Endeksi Borsa Yatırım Fonlarıdır. Teknik olarak fonların temettü dağıtması mümkündür. Bunların vergi konusu da düzenlenmediği için temettü için vergi uygulaması ne ise, o hükümler burada da uygulanmaktadır.

Yatırım fonu yöneticisi, eğer fon portföyüne temettü alıyor ise her temettü aldığı anda aldığı temettü ve arındırma oranını veya belli dönemlerde ortalama arındırma oranını açıklamalıdır. Katılım Endeksi kuralları çerçevesinde, azami oranın %5 olduğunu söyleyebiliriz. Yani bu fon paylarını alan bir yatırımcı, fonu elinde tuttuğu dönem içerisinde fona gelen temettü için arındırma oranında fon büyüklüğüne karşılık gelen bir kısım olduğunu bilmelidir. Temettüden kaçınma, temettü ilan eden şirketin hisselerinin dağıtım tarihinden önce satılması ve tekrar geri alınması şeklinde olur. Yurtdışındaki bazı uygulamalarda, arındırmanın sadece temettüye değil, fon paylarının alım-satımından elde edilen kazançta da uygulanması gerektiği görüşü vardır. Ancak mevcutta ülkemizdeki uygulama bu şekilde değildir<sup>12</sup>.

%30’luk borçluluk oranına değinirsek, fon içindeki hisse senetleri tek tek bu oranlara uygun olduğu için, portföyde ki tüm hisse senetleri de toplu olarak değerlendirildiğinde %30 oranının altında kalacaktır. Yani bu oran kendiliğinden sağlanmış olacaktır.

Hisse senetlerinin kredili olarak alınmasının fıkhen mümkün olduğu ifade edilmektedir. Bir şirketin hisse senedini satın almak, o şirkete ortak olma anlamına geleceği için, o şirkete alınan pay oranında ortak olunacaktır. Alınan şirkete ortak olma o şirketin faaliyetlerine ortak olma anlamı da taşımaktadır. İstisnalar hariç olmak üzere hisse senedi alım-satımı, mal alım-satımı gibi değerlendirilebilir. Ancak buradaki kredi ile yapılan işlemler katılım bankaları üzerinden olmalıdır. Fonun kendisinin kredili hisse senedi işlemlerini faizli bankalar üzerinden yapması uygun gözükmemektedir. Ayrıca hisse senetleri kısmında belirtilen açığa alım ve satım kapsamında işlemler yapmaları uygun değildir. Dolayısıyla açığa alım-satımdan kaynaklanan kredili işlemleri yapmaları da uygun değildir. Ödünç alma ve verme işlemlerini ancak karz mahiyetinde yani herhangi bir menfaat gözetmeden yapmak durumundadırlar.

<sup>12</sup> Sungurlu Avşar, Bizim Menkul Değerler (BMD), 2015

AAOIFI kurallarının tamamını kabul etmeyen danışma kurulu üyeleri hemfikir olmadıkları ürünlerde kendi koydukları kuralların uygulanmasını isteyebilirler. Örneğin, kira sertifikalarının ikinci elde alım-satımına konu olabilmesi için, kira sertifikası içindeki varlıkların AAOIFI kurallarında asgari %30 olması yeterli görülürken, ülkemizdeki bir bankanın danışma kurulu asgari %51, başka bir danışma kurulu %100 olması; yani tamamımın kiralama (leasing), gayrimenkuller gibi varlıklardan oluşması yönünde icazet vermişlerdir. Bu durum otomatik olarak ikinci el piyasanın oluşmasında olumsuz olarak yansiyacaktır. Şu aşamada böyle bir sorunun gün yüzüne çıkmaması ya da gündeme gelip tartışılmaması kira sertifikası piyasasının gelişmemiş olmasındandır. Ayrıca kira sertifikalarını elinde tutan müşterilerin kira sertifikalarının içeriği ne olursa olsun, bunları vadesine kadar elinde tutmasından dolayı da gündeme gelmemiştir. Piyasa derinleştiğinde ve müşterilerin elindeki kira sertifikalarını nakde döndürmek istediklerinde; bir katılım bankası danışma kurulunun kira sertifikası içindeki varlığın %51'den, diğerinin %100'den daha az olmasından kaynaklı olarak farklı görüşler verilmesi piyasada ayrımcılığa yol açacaktır. Bu durum piyasanın gelişmesini sekteye uğratar, müşterilerin mevcut ürünlere iyi gözle bakmaması sonucunu doğurur. Aynı durum yatırım fonlarında da olduğu için bu gibi çelişkilerin bir an önce çözülmesinde fayda vardır.

**Dokümantasyon:** Yatırım fonları kurulurken öncelikle bir şemsiye iç tüzük dokümanı hazırlanır ve bu şemsiye iç tüzük dokümanına uygun olarak izahname dokümanı hazırlanır. Önce iç tüzük sonra da izahname SPK'ya gönderilerek onay alınır ve yatırım fonu oluşturulduktan sonra halka satışı yapılabilir hale gelir. Hazırlanan bu dokümanlar yatırım fonları ile ilgili her türlü bilgiyi ve yatırım fonunun yapacağı yatırımları, kısıtlamaları içeren geniş çaplı bir tanıtım dokümanıdır. Faizsiz finansa uygun olabilecek yatırım fonları kurulabilmesi için, faizsiz finans ilkelerine uygun olmayan finansal ürünlerin hiçbirinin yatırım fonları dokümanlarına konulmaması gerekmektedir. Dolayısıyla şu ana kadar yukarıda fıkhi olarak olumsuz yönde bahsettiğimiz işlemlerin hiçbirinin yatırım fonları bünyesinde yapılmaması gerekmektedir. Yatırım fonlarını yönetirken de bu işlemlerin fon içinde yapılmayacağına dair beyanın da yatırım fonu kurarken oluşturulan içtüzük ve izahnamelerde belirtilmesi gerektiği ilgili danışma kurulu otoriterlerince dile getirilmektedir. Ayrıca hazırlanan bu dokümanların içindeki dilin faizsiz finans ilkeleri ile çelişmemesi önem arz etmektedir. Yasal olarak zorunlu olmadığı müddetçe, fon içtüzüğünde ve izahnamesinde faiz, temerrüt faizi, repo, futures (vadeli işlemler), faizli ödünç alma-verme, kaldıraçlı işlemler gibi ibarelerin bulunmaması gerekmektedir. Uygun olmayan işlemlerin yapılabileceğine dair ibareler yatırım fonları içtüzükleri veya izahnamelerinde bulunur ise, bu fonların alım-satımı ancak şartlı kabul edilebilir. Eğer yasak olan işlemleri içtüzük veya izahnamede yazmasına rağmen

bu işlemler yapılmıyorsa, ileride bunların değiştirilebilme imkânı varsa, bu tür fonlar alınıp satılabilmesi uygun gözükmemekte, aksi halde alınıp satılması uygun olmadığı bazı danışma kurulu üyeleri tarafından dile getirilmektedir. Sonuçta yatırım fonlarını denetleyen ve bu işlemlere uygunluk verecek danışma kurullarının oluşturulması ve bu işlemleri denetlemesi önem arz etmektedir. Zira yatırım fonlarının içeriğinin denetlenmemesi ve fon işlemlerine dikkat edilmemesi, fonlar için yazılan faizsiz finans ilkelerinin havada kalmasına neden olur.

Hem yasal kısıtlamalar, hem fıkhi kısıtlamalar hem de sermaye piyasasının yeteri kadar derin olmaması nedeni ile katılım bankalarının yatırım yapacağı finansal araçlarda bazı yasal gevşetilmelere gidilmiştir. Bunların bazılarında borçlanma araçları fonu bölümünde değindik. Mevzuatsal olarak çeşitli esnetilmelere rağmen katılım bankalarının yatırım yapacağı finansal araçlar yine de çok sınırlı kalmaktadır. Misal, yatırım fonlarında hemen hemen hiçbir türev ürüne veya tahvil-bonoya yatırım yapılmamaktadır. Bu yatırım fonu alanlarının katılım bankalarında gelişebilmesi için Almanya, İngiltere gibi finansal sistemin gelişmiş olması ve reel sektörde faaliyet gösteren BİST'e kayıtlı çok sayıda büyük firmanın mevcut olması şart unsurdur. Hisse tarafının kısa sürede gelişmesi zor olduğu için, SPK'nın yeni kanun ile ortaya çıkardığı gayrimenkul fonları ve girişim sermayesi fonlarında katılım bankaları ilave çalışmalar ile bir ayrıcalık sağlayabilir. Bu alanda ilave bir gayret gösterildiğinde hem sektöre öncülük etmiş olacak, hem de bu piyasada var olduğunu da ispatlayacaktır. Kaldı ki bu iki fon türünün faizsiz finans ilkeleri ile birebir uyduğu söylenebilir. Tamamen ticaretin içinde yer alan, kâr ve zararın olduğu, getirinin önceden sabitlenmediği girişimi destekleyen özel nitelikli ürünler olduğunu söyleyebiliriz. Tabii bu yapı birçok gelişmiş ülkede ve Malezya'da kurulu bulunan "trustee" yapısı ile ortadan kaldırılabilir. Üçüncü bir taraf, yapılan iş ve işlemlere kefil olarak getiri garantisi verebilir hale getirilmekte, böylece getiri müşareke, mudarabe gibi bir yapıda bile sabitlenebilmektedir. Türkiye'deki danışma kurulu üyeleri üçüncü tarafın verdiği garantilerde, garantinin yani kefaletin karşılıksız verilmesi gerektiğini dile getirmektedirler. Kefaleti verenin kefalet işleminden kaynaklı zorunlu masrafları oluşuyor ise, bu zorunlu masraflar kefalet alan tarafından karşılanabileceği ifade edilmektedir. Malezya'daki gibi kâr elde etmeye yönelik kefalet karşılığında bir ücret alınmamalıdır. Eğer ücret alınmaz ise, Malezya'da bu yapı için kurulmuş olan "trustee" konumundaki firmalar varlığını sürdürmeyeceği için kapanması yüksek ihtimaldir. Dolayısıyla bu yapının mevcut hali ile Türkiye'de işleyebilmesi zor gözükmemektedir.

Türkiye’de yeni yatırım fonları tebliği yayınlanmadan önce kurulu faizsiz yatırım fonları ve büyüklükleri aşağıdaki tablo 5.6’da gösterilmiştir. Bu tabloya bakıldığında altının çok revaçta olduğu dönemdeki altın ve gümüş fonları haricinde faizsiz fonların hemen hemen hiç büyümediğini söyleyebiliriz. Aynı zamanda fonların küçük olması nedeni ile ilgi de çok az olmuştur. Dolayısı ile bu alanda standart kriterler ve bilgi birikimi oluşmamıştır. Bu kapsamda bu fonların içtüzükleri veya izahnameleri incelendiğinde, faizsiz finans ilkelerine uygun olmayan birçok ifadeye rastlanılacaktır. Örneğin, tahvil-bono alım-satımı veya açığa alım-satım işlemleri yapılabilmesine izin veren ibarelere rastlanılmıştır, bu ifadelerin içtüzüklerden ve izahnamelerden kaldırılması için doğru yapılmasında bir adım olacaktır.

Tablo 5.7 ise faizsiz emeklilik fon pazarını göstermektedir ki, buradaki büyüklükte hem konvansiyonel hem de katılım bankacılığı için devlet teşvikinin büyük etkisi olduğunu dile getirebiliriz. Buradaki yatırımlar altın, sukuk, katılma hesapları ve katılım endeksi kriterlerine uygun hisse senedi gibi standart faizsiz finans ürünlerinde yoğunlaşmıştır. Bunların fon içtüzükleri ve izahnameleri ise yatırım fonlarına göre daha derli toplu olduğu söylenebilir. Ancak yinede bu fonları kontrol edecek hem finansal yetkinliğe sahip hem de fihki yönden yetkin bir mekanizmanın kurulması, sektörü daha iyi disipline edeceği aşikârdır.

Yeni yatırım fonları tebliği ile beraber birçok ticari bankaya ait portföy yönetim şirketi, katılım bankaları (portföy yönetim şirketleri aracılığı ile) ve diğer portföy yönetim şirketleri, bu alanlarda fon kuruluş çalışmalarına başlamışlardır. Bu fonları Takasbank bünyesindeki TEFAS (Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu) aracılığı ile tüm müşterilere sunabilmektedirler. Faizsiz yatırım fonlarına ilişkin yeni veriler ise aşağıda 5.8 no’lu tabloda gösterilmiştir. 189 milyon TL’lik TEFAS fonlarına 110 milyon TL’lik faizsiz TEFAS dışı üç adet serbest fonlarıda eklediğimizde toplam yaklaşık 300 milyon TL gibi bir rakama ulaşılmaktadır. Yeni tebliğ sonucu oluşan 2017 yılı Nisan ayı verileri ve öncesi veriler göstermektedir ki, ilerleyen yıllarda faizsiz fon alanında çok fazla değişiklik olabilecektir. Katılım bankaları talebiyle portföy yönetim şirketleri tarafından kurulan TEFAS dışı serbest fonların kuruluş nedenleri; katılım bankalarının ürün gamının azlığı, SPK’nın belirttiği fon portföy sınırlamaları kapsamında hareket kabiliyetinin az olması ve bu hareket alanını genişletmek amacıyla kurulmuşlardır. Ayrıca yönetim ücreti daha düşük uygulanıp, müşterilere daha yüksek getiri verilmesi amaçlanmıştır. Serbest fonlar sadece nitelikli müşterilere satıldığı için geliri ve varlıkları yüksek olan müşteri kitlesi için yeni ürünler oluşturulmuştur. Bu tür ürünlerin etkileri ilerleyen yıllarda görülecektir.



**Tablo 5.6 Faizsiz yatırım fonları ve büyüklükleri (2015)**

Milyon TL	2010	2011	2012	2013	2014
Gold Plus BYF	4.000	10.000	33.500	21.500	13.000
Silver Plus BYF	0	0	9.000	3.500	3.000
Akbank Kira Sertifikası Fonu	0	0	0	5.000	5.000
BMD İnşaat Fonu	0		0	300	350
BMD Altın Enerji Karma Fonu	0		0	300	350
Bank Asya Akasya Karma Fonu	0		0	140	150
TFK Kira Sertifikası Fonu	0		0	250	300
Alkhair Capital Katılım Fonu	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000
Alkhair Capital A Tipi Değişken Fon	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Global Kira Sertifikası Fonu	0	0	0	3.000	3.000
Asya Katılım Kira Sertifikası Fonu	0	0	0	0	0
<b>Toplam</b>	<b>8.000</b>	<b>14.000</b>	<b>46.500</b>	<b>39.000</b>	<b>29.000</b>

SPK'nın yeni yatırım fonları tebliği yayınlanması ile beraber, konvansiyonel kuruluşlar mevcut bazı fonları katılma fonlarına dönüştürmeleri nedeniyle (kira sertifikası fonu, hisse senedi yoğun katılma fonu ya da altın katılma fonu gibi) değiştirilen fon türleri tablo dışında bırakılmıştır. Ayrıca altının yatırım aracı olarak revaçta olduğu 2010-2012 yılları arasındaki konvansiyonel kuruluşlar tarafından kurulan altın fonları da tabloya dahil edilmemiştir. Zira bu fonlar sonraki yıllarda portföy büyüklüğü olarak çok küçülmüşlerdir.

**Tablo 5.7: Faizsiz emeklilik fon adet ve büyüklükleri (milyar TL)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017/4
<b>Fon Adedi</b>	5	10	30	37	39	40	66
<b>Fon Büyüklüğü</b>	47	168	580	1.306	2.182	3.373	4.024

**Tablo 5.8: TEFAS'ta işlem gören faizsiz yatırım fonları ve büyüklükleri (2017 Nisan)**

Fon Ünvanı	Fon Türü	Toplam Değer (TL)
Azimet PYŞ Kira Sertifikaları (Sukuk) Katılım Fonu	Döviz Kira Sert.	33.804.597
Ziraat Portföy Kira Sertifikaları (Sukuk) Katılım Fonu	Kira Sertifikası	23.000.725
Qinvest Portföy Kira Sertifikası Katılım (Döviz) Fonu	Döviz	20.865.924
Ak Portföy Kira Sertifikaları Katılım Fonu	Kira Sertifikası	17.998.012
Ziraat Portföy Altın Katılım Fonu	Altın	17.723.960
Teb Portföy Kira Sertifikaları (Döviz) Katılım Fonu	Döviz Kira Ser.	15.381.236
Garanti Portföy Birinci Katılım Fonu	Katılım Fonu	6.059.841
Yapı Kredi Portföy Kira Sertifikaları Katılım Fonu	Kira Sertifikası	4.904.045
Vakıf Portföy Altın Katılım Fonu	Altın	5.676.377
KT Portföy Kira Sertifikaları Katılım Fonu	Kira Sertifikası	5.136.810
Bizim Portföy Altın Katılım Borsa Yatırım Fonu	Altın Fonu	4.157.436
Halk Portföy Kira Sertifikaları (Sukuk) Katılım Fonu	Kira Sertifikası	4.154.376
İş Portföy Kira Sertifikaları Katılım Fonu	Kira Sertifikası	3.224.100
Ziraat Portföy Katılım Fonu	Katılım Fonu	3.491.734
Alkhair Portföy Katılım Hisse Senedi Fonu	Hisse Senedi Fonu	3.363.944
KT Portföy Birinci Katılım Fonu	Hisse ve Kira Sert.	3.119.330
Vakıf Portföy Kira Sertifikaları (Sukuk) Katılım Fonu	Kira Sertifikası	2.438.289
Bizim Portföy Katılım 30 Endeksi Hisse Senedi Fonu	Hisse Senedi Fonu	1.890.971
Deniz Portföy Kira Sertifikaları Katılım Fonu	Kira Sertifikası	1.940.239
Ziraat Portföy Katılım Fonu (Döviz)	Döviz	1.889.666
Qinvest Portföy Kira Sertifikası Katılım Fonu	Kira Sertifikası	1.860.171
İş Portföy Katılım Hisse Senedi Fonu	Hisse Senedi Fonu	1.805.834
Alkhair Portföy Kira Sertifikası (Sukuk) Katılım Fonu	Kira Sertifikası	1.382.024
Bizim Portföy İkinci Kira Sertifikası Katılım Fonu	Katılım Fonu	751.245
Ziraat Portföy Katılım Endeksi Hisse Senedi Fonu	Hisse Senedi Fonu	813.402
Bizim Portföy Enerji Sektörü Katılım Hisse Senedi Fonu	Hisse Senedi Fonu	574.436
Alkhair Portföy Birinci Katılım Fonu	Katılım Fonu	492.704
Bizim Portföy Birinci Kira Sertifikası Katılım Fonu	Kira Sertifikası	303.955
Bizim Portföy Birinci Katılım Fonu	Katılım Fonu	237.213
Bizim Portföy İnşaat Sektörü Katılım Hisse Senedi Fonu	Hisse Senedi Fonu	265.902
	<b>TOPLAM</b>	<b>188.708.496</b>

Yukarıdaki tablo yeni SPK kanunun uygulamaya geçmesinden sonraki üç yıl içinde ortaya çıkan mevcut faizsiz fonların piyasadaki görünümünü göstermektedir. Tablo 5.6 eski SPK kanunu ile ortaya çıkan verileri içermekteydi. Bu tabloyu burada sunmamızın nedeni, yeni

SPK kanunu ile beraber faizsiz fonların sadece katılım bankalarında değil, diğer ticari bankalarda da gelişebilecek ve büyüyecek olmasıdır. Tablodan görüldüğü üzere piyasada faizsiz fon olarak “katılma fonu” adı ön plana çıkmış, diğer bankalarda kendi müşterilerine yönelik olarak zaman kaybetmeksizin katılma fonu kurmuş ya da kurma çalışmalarına başlamıştır. Diğer oyuncuların da zamanla bu piyasaya geleceği aşikârdır. Dolayısıyla bu alandaki görünüm katılım bankaları veya faizsiz fonlar için çok değişecektir. Sektörde Kuveyt Türk Katılım Bankası portföy yönetim şirketi kurarak faizsiz fon yönetimi alanında önemli bir adım atmıştır, sektörün diğer bir oyuncusu Albaraka Türk ise gayrimenkul portföy yönetim şirketi kurarak gayrimenkul fonu kurma çalışmalarına başlamıştır. Ancak gayrimenkul portföy yönetim şirketini daha sonra portföy yönetim şirketine çevirme çalışmaları bulunmaktadır. Ayrıca Aktif Bank’da, ICD (İslami Özel Sektör Kalkınma Kuruluşu) ile 2017 yılı içinde faizsiz finans esaslarına göre çalışacak şekilde Mükafat Portföy adında bir portföy yönetim şirket kurmuş ve faaliyete geçirmiştir. Bizim Menkul Değerler firması ise, yıllardır üzerinde çalıştığı faizsiz sermaye piyasaları alanındaki tecrübelerini portföy yönetim şirketi kurarak devam ettirmek istemektedir. Bu bilgiler ve gelişmeler ışığında yukarıdaki tablonun ilerleyen yıllarda hem fon sayısı yönünden hem de fon büyüklüğü yönünden büyük oranda değişeceği sonucuna ulaşabiliriz.

Katılım bankalarının çalışma ilkeleri gereği 30 günün altında getiri verebilecek ikinci el kira sertifikası işlemleri haricinde bir ürünü müşterilerine sunamamaktadırlar. Yatırım fonları ile beraber özellikle kira sertifikasına dayalı fonlarda günlük getiri imkânı sunabilmeleri katılım bankalarının carilerinde maliyetsiz bir şekilde duran müşteri nakitleri için bir tehlike oluşturduğunu dile getirebiliriz. Zira katılım bankaları caride sıfır maliyetle duran bu paraları bankalararası piyasada mal murabahası işlemi, sukuk işlemi yaparak TL piyasa getiri oranı üzerinden değerlendirebilme imkânlarına sahiptirler. Elde edilen bu kazançlarda katılım bankası bilançolarına doğrudan kâr yazmaktadır. Katılım bankalarında repo-ters repo işlemleri olmadığı için, fon portföyünün günlük kira sertifikası üzerinden değerlendirilmesi durumunda, kira sertifikası fiyatının değişmesi ve likit olmamasından kaynaklı olarak fonun çok kısa vadede zarar etme durumu söz konusudur. Ancak yatırım süresinin iki üç günün üzerine çıkarılması durumunda zarar etme olasılığı azalmaktadır. Katılım bankaları müşterilerinininde caride duran paralarını kısa sürelide olsa yatırım fonlarına kaydırma durumları söz konusu olacaktır. 2016 yılında bu alanda reklam yapılmasada, ilerleyen yıllarda piyasada rekabetin artmasından kaynaklı olarak bu tür fonların müşterilere satışı kaçınılmaz olacaktır. Bu işlemlerde ister istemez katılım bankalarının kârını olumsuz yönde etkileyecektir. Zira sıfır maliyetli cari hesaplardan TL bazlı 2016 yılı itibari ile yaklaşık %7 kazanılırken (zorunlu karşılık ve kasa mevcutları düşüldükten sonra kalan net oran), yatırım fonlarının

müşterilere sunulması sonucunda yönetim ücretinin (%1-2) paylaşımı oranında kendine düşen kadar kazanç elde edilebilecektir. Bu paylaşım portföy yönetim şirketi ile genellikle yarı yarıya uygulanabilmektedir, TEFAŞ'ta bu oran %65 portföy yönetim şirketleri %35 dağıtan kuruluş yani satan taraf olacaktır. Burada asıl kazancı caride parası duran müşteri elde edecektir.

İlk etapta bu durum katılım bankaları aleyhine görülse de, uzun vadede katılım bankaları lehine çevrilebilir. Katılım bankaları müşterilerinin özellikle tüzel kişi kuruluşlar, kasalarında atıl bulunan paralarını muhakkak değerlendirmek isteyeceklerdir. Bu şekilde faaliyet dışı gelir elde ederek bir kısım işletme masraflarını karşılayacaklardır. Firmaların kasalarında duran atıl para miktarı arttıkça, elde edilecek gelir daha çok artacaktır. Firmaların kasalarında atıl para mevcudu bulundurma sebeplerini incelediğimizde; firma nakit döngüsü içinde alacakları ve borçları mevcuttur, kasasında duran parayı bir hafta sonraki ya da on gün sonra vadesi gelecek borcun ödenmesi amacıyla hazırda tutmak zorundadır. Ancak firmalar hazırda tutulan bu paranın miktarını arttırdıkça, bu nakit varlıkları değerlendirmek isteyeceklerdir. Bu doğrultuda ticari bankalar firmaların hazırdaki bu paralarını değerlendirmek amacıyla müşterilerine gecelik mevduat, repo ya da likit fon/para piyasası fonu/kısa vadeli tahvil-bono fonu (günlük getiri veren fon türü) ürünlerini sunarak nakitlerini değerlendirebilme imkânına sahiptirler. Değerlendirme oranında piyasadaki gecelik repo oranı kadar olabilmektedir, 2016 yılı için bu oran yaklaşık %8-9'dur. Küçük ölçekli bir firmanın kasasında sürekli dönen bir milyon TL parası olduğunu düşünürsek, ticari bankada değerlendirmesi sonucunda elde edeceği kazanç yıllık ortalama 100.000 TL olacaktır, bu rakam on milyon TL olursa bu tutar bir milyon TL'ye yaklaşacaktır. Bu tutarların büyüklüğü arttıkça firmaların kâr elde etme ve rakiplerine göre rekabet avantaj sağlayabilmek için bu ürünü kullanma isteklerini artacaktır. Kaldı ki enflasyon oranı dolayısıyla faiz oranının yüksek olduğu durumlarda bazı fıkıh hocaları enflasyona kadar getiriye icazet vermektedirler.

Katılım bankaları bu tarz likit getiri ürünlerini müşterilerine sunmadığı için, bir çok firma bu nedenle katılım bankaları ile çalışmamaktadır. Likit fon ya da gecelik mevduat kadar etkili bir ürün olmasada, T+1 valörlü çalışan kira sertifikasına dayalı yatırım fonları bu tarz müşterilerin ihtiyaçlarını belli ölçüde karşılayabilir. Bunun neticesinde de katılım bankalarının çalışabileceği müşteri sayısı artacak, pazar payı genişleyecektir. Bu müşterilere hizmet verildiğinde kira sertifikası pazarı bu müşterilere satılan kira sertifikası fonları sayesinde daha fazla büyüyecek ve derinleşecektir. Dolayısıyla ilk etapta diğer bankalara yönelmiş olan bu firmaların katılım bankalarına çekilmesi ile, kendi bünyesinde ki mevcut müşterilerdeki cari hesapların azalmasından kaynaklı olumsuz etki azalacaktır.

Sektörün yeknesaklık yani uygulama bütünlüğü oluşturması ve faizsiz olarak adlandırılan her türlü sukuk gibi ürünleri portföylerine almamaları önem arz etmektedir. Zira fiyatı sabitlenmiş ortaklığa dayalı sukuklar gibi, her sukuka danışma kurulları onay vermemektedir. Yukarıdaki bölümlerde ifade edildiği gibi bu yeknesaklık için, kurulan fonların izahname metinlerinde ciddi değişiklikler yapılması, portföye alınan ürünlerin danışma kurullarınca denetlenmesi, her katılma fonunun faizsiz fon olmayabileceği anlaşılmaktadır. Dolayısıyla sektörün bu alanda yeknesaklık oluşturması için ortak bir çalışmaya ihtiyaç vardır.

Fonların gelişmeme nedenleri irdelendiğinde, Türkiye'deki mevcut fon yapısına bakmakta fayda vardır. Türkiye'deki yatırım fonlarının %70-80'i likit fon ya da kısa vadeli tahvil-bono fonuna dayalı olduğu gözükmemektedir. Bu tür fonların gerek aktif kira sertifikası ihraç sayısı azlığı, gerekse de piyasanın derinleşmemesi nedeni ile katılım bankacılığına uygun olan muadil ya da alternatif bir ürün şu ana kadar geliştirilememiştir. Ticari bankalar müşterilerine 30 günden kısa vadeli mevduat hesabı açabilirken, katılım bankaları mevzuat gereği 30 günden kısa vadeli katılma hesabı açamamaktadır. Ticari bankalar hem likit fonları hem de 30 günden kısa vadeli mevduat hesapları ile müşterilerin nakitlerini değerlendirebilme imkânı varken, katılım bankaları müşterilerine teknik ve fıkhi imkânsızlıklardan dolayı bu hizmeti sunamamaktadır. Katılım bankaları özellikle ticari müşterilerin nakitlerini değerlendirebilmeleri adına likit fon gibi bir ürüne muhakkak surette ihtiyaç duymaktadır. Enflasyonun yüksek olduğu ortamlarda bu tür ürünün kullanılmaması hem müşteriler adına hem de bankalar adına bir handikap oluşturabilmektedir. Türkiye'de uzun yıllardır enflasyon oranının yüksek olması likit fon pazarını çok canlı tutmuş ve yatırım fonları türleri arasında da çok önemli bir paya sahip olmuştur. Dolayısıyla likit fonlar mevcut yatırım fonları pastasından çıkartıldığında, yatırım fonları sektörünün hemen hemen hiç gelişmediği, likit ve borçlanma araçları fonlarının pazar payı gözardı edilirse hem katılım bankacılığı hem de ticari bankacılık tarafında fonların belirli bir aşama kat edemediğini rahatça dile getirebiliriz. Bu gelişmemişlik ya da az gelişmişlik düşük fon getirileri, fona dayalı olan finansal araçların riskli veya spekülatif oluşu, eskiden uygulanan yüksek yönetim ücretleri gibi nedenler ile de irdelenebilir.

Tablo 5.9: Yatırım fonları büyüklükleri

Fon Tipi	Toplam Değeri (TL)	Hisse Senedi (%)	Kamu Borç. Sen. (%)	Ters Repo (%)	Borsa Para Piy. (%)	Yabancı MK (%)	Diğer (%)
<b>YATIRIM FONLARI - Mart 2015</b>							
<b>Toplam</b>	<b>38.176.150.679</b>	5,57	11,72	21,62	11,60	1,16	48,33
<b>A Tipi (130 adet)</b>	1.961.384.431	73,88	10,70	6,87	0,79	0,01	7,76
<b>B Tipi (324 adet)</b>	36.213.766.247	1,77	11,78	22,44	12,20	1,22	50,59
<b>EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI - Mart 2015</b>							
<b>Toplam</b>	<b>40.034.347.319</b>	12,52	56,71	6,61	1,26	1,16	19,86
<b>BİREYSEL VE KURUMSAL ÖZEL FON YÖNETİMİ</b>							
<b>8.000.000.000</b>							
<b>TOPLAM</b>							<b>86.000.000.000</b>

Fon Tipi	Toplam Değeri (TL)	Portföy Değeri (TL)	Ortaklık Payı (%)	Ters Repo (%)	Borsa Para Piyasası (%)	Özel Sektör Borç. Aracı (%)	DİBS (%)	Kamu Dış Borç. Araçları (%)	Yabancı Men. Kıymet (%)	Devlet Thv. (%)	Diğer (%)
<b>YATIRIM FONLARI</b>											
Toplam	42.451.053.567	42.338.334.289	24,1	5,32	6,38	25,63	10,21	5	3,41	0,26	7,74
Yatırım Fonu	42.312.660.047	42.201.011.371	23,48	5,45	6,54	26,26	10,16	5,12	3,5	0,27	7,93
A Tipi Fon	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B Tipi Fon	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Borsa Yatırım Fonu	138.393.521	137.322.918	49,75	0,29	0	0	12,38	0	0	0,08	0
<b>EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI</b>											
Toplam	65.024.013.066	65.206.987.017	15,34	6,61	1,78	9,14	25,32	7,92	2,36	0,21	15,58
Bireysel Emeklilik Fonu	53.092.840.052	53.208.165.561	18,89	8,64	1,84	11,37	22,25	8,91	3,32	0,21	10,4
Grup Emeklilik Fonu	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Emeklilik Devlet Katkısı Fonu	8.143.347.310	8.201.893.586	3,46	0,19	0,11	0,05	52,94	0	0	0,52	8,33
<b>YATIRIM ORTAKLIKLARI</b>											
Toplam	3.970.765.822	561.089.513	0,28	0,02	0,02	0	0,26	0	0,11	0	0,32
Menkul Kıymet Y.O.	438.278.209	439.120.883	0,15	0,06	0,06	0	0,02	0	0,3	0	0,41
Gayrimenkul Y.O.	3.532.487.613	121.968.630	0,34	0	0	0	0,39	0	0	0	0,26

Kaynak: www.spk.gov.tr

Yukarıdaki ilk tablo eski kanuna göre düzenlendiği için veriler eski kanunlarda yer alan A tipi ve B tipi yatırım fonları olarak sınıflandırılmıştır. B tipi fonlar tahvil-bonoya dayalı, A tipi fonlar ise fon portföyünde en az %25 hisse senedi içeren fonlardır. Bu tablo fon isimlerinin değişmesi ile tümüyle değişmiştir, ama maalesef sadece isimleri değişmekle kalmıştır. B tipi tahvil-bonoya dayalı fonların yerini ağırlıklı olarak B tipi fonlarla aynı işlevi gören para ve sermaye piyasası fonları ile kısa vadeli tahvil-bono fonları domine etmiştir. Fon yapısı değişmemiş sadece isimleri değişmiştir diyebiliriz, burada yasa değiştikten sonra oluşan ikinci tabloda görebiliriz.

2017 yılı Nisan ayı itibari ile yönetilen toplam fon portföy büyüklüğü 126 milyar TL'ye ulaşmış olup, bir yıl içinde fon pazarının bu kadar büyümesinin ana nedeni emeklilik fonlarındaki çok hızlı büyümedir. Toplam emeklilik fonlarının büyüklüğü 65 Milyar TL'yi aşmıştır. Emeklilik fonlarının fon portföylerine baktığımızda yaklaşık %60'ının hazine kâğıtlarından, %6'sının da kira sertifikalarından oluştuğu görülmektedir. Yatırım fonlarındaki hazine kâğıtları üzerinden dönen kısa vadeli finansman yapısı emeklilik fonlarında uzun vadeli olarak karşımıza çıkmaktadır (portföy yöneticisinin piyasa şartlarına göre alım-satım yapması istisna edilmiştir).

Katılım bankalarında yatırım fonlarının, sektöre yeni giren ve gelişme kaydetmeye başlayan kira sertifikaları ürünü ile beraber ilerleme kat edeceği aşikârdır. Bu iki ürün de sermaye piyasası ürünü olması ve katılım bankalarında sermaye piyasası ürünleri henüz gelişme trendinde olduğu için, konvansiyonel bankalar gibi kendi satış kanallarını kullanarak doğrudan satış yapamamaktadırlar. Katılım bankalarının bazıları, yatırım fonları ve kira sertifikaları ile ilgili altyapılarını ve mevzuatsal yükümlülüklerini 2016 yılı içinde bitirmiş, bazıları ise henüz tamamlayamadıkları için, bu ürünlerin satışını bir aracı kurum üzerinden gerçekleştirmektedirler. Bu ürünlerin kat edeceği yolun uzun olması, yeteri kadar gelir bırakmaması, mevzuatsal ve operasyonel yükümlülüklerinin çok fazla olması nedeni ile biraz geri planda kalmaktadır. Katılım bankası müşterileri kira sertifikası ve yatırım fonu ürünlerini alıp satabilmesi için önce katılım bankası bünyesinde bir yatırım (sermaye piyasası) hesabı açtırmak zorundadır. Ayrıca katılım bankasının çalıştığı aracı kurum üzerinde bir hesap daha açıldıktan sonra internet kanalı kullanılarak, o aracı kurum üzerinden hisse senetleri, yatırım fonları ve kira sertifikası gibi sermaye piyasası ürünleri işlemleri yapı-

labilmektedir. Müşterilerin başka firmanın müşterisi olmaya yönlendirilmesi (başka aracı kurum tarafından hesap açılması) bu ürünlerin hem pazarlamasını hem de aracılık maliyeti gibi nedenlerle satışını ve ürünün tanıtımını zorlaştırmaktadır. Bu yapının ilerleyen yıllarda değişebileceğini söyleyebiliriz. Zira tüm katılım bankaları SPK'dan sermaye piyasası ürünlerinin satışı için gerekli olan portföy aracılığı, işlem aracılığı ve emir iletimine aracılık gibi lisans yetki belgelerini aldıktan ve MKK üyeliğini gerçekleştirdikten sonra, ihraç edilmiş bulunan kira sertifikalarını ve yatırım fonlarının alım-satımını kendi dağıtım kanalları üzerinden doğrudan gerçekleştirebileceklerdir. Eğer katılım bankaları bu ürünlerin tanıtımına ve satış pazarlamasına ağırlık verirlerse eskiye nazaran daha çok gelişme göstereceği aşikârdır. Çünkü bu işlemler ile müşteri banka içinde kalmakta, kurum dışına çıkmamaktadır. Bu durum pazarlama ve satış için önemli bir olgudur. Tabii mevcut katılma hesabı veya cari hesap müşterisinin bu ürünleri tercih etmesi veya ettirilmesi, banka içinde çıkar çatışmasına veya fon kullandırım için kaynak açığına yol açabileceğinden (cari hesap veya katılma hesabı yerine yatırım fonuna yatırım yapması), tamamen bu ürünlere yönelmek banka için faydalı olmayabilir. Yine de katılım bankası bünyesinde farklı ürünlerin sunulması olmaz şart bir unsurdur. Hisse senetleri kısmında ise, katılım bankaları aracı kurum kullanmaya devam edecektir. Zira hisse senedi satışının doğrudan bankalar üzerinden satılması kanunen yasaklanmıştır.

Aşağıda ki tablo 5.10 ve 5.11 Dünya'da ki yatırım fonu piyasası hakkında çok aydınlatıcı veriler sunmaktadır. Tablolardan anlaşılacağı üzere yatırım fonları piyasasının derin ve gelişmiş olduğu ülkelerin, dünyada her alanda belli bir etkiye sahip olan gelişmiş ülkeler olduğu görülmektedir. Ayrıca fon içerikleri de Türkiye'deki gibi kısa vadeli fon kaynaklarının aksine, hisse senetleri ya da uzun vadeli tahvil-bono gibi ürünlerden oluşmaktadır. Yatırım fonlarının gelişmiş ülkelerde ki gibi bir aşama kaydederse, ülkemizin sermaye piyasaları derinlik kazanacak, uzun vadeli kaynaklar ve yatırımlar da teşvik edilmiş olunacaktır. Bu durum piyasada yer almayan faizsiz fon pazarı ile ticari bankalarının fon pazarının çok hızlı büyümesine vesile olacaktır.



Dünyadaki İslami fon piyasasını incelediğimizde ise, 2013 yılı verilerine göre yaklaşık 1.000 adet faizsiz esaslı yatırım fonu mevcut olup, bu fonların büyüklüğü yaklaşık olarak 60 milyar dolardır. Ülkelere göre dağılıma baktığımızda ise, İslami bankacılık büyüklüğü ile örtüşecek şekilde veriler karşımızda çıkmaktadır. On milyar dolar Malezya ve altı milyar dolar Suudi Arabistan fon büyüklüğü açısından bu alanda öncülük etmektedir. Ancak ilginç olarak bu piyasada üçüncü büyük ülke olarak Lüksemburg karşımıza çıkmaktadır. Bu ülkedeki fonların büyüklüğü ise 3.4 milyar dolardır. Zaten konvansiyonel alanda da yatırım fonlarının merkezi konumuna sahip olan bu küçük ülke, İslami fon pazarında da iddialı olduğunu göstermektedir. Bu ülkenin firmalara uyguladığı mevzuatsal kolaylıklar, fon pazarının gelişmiş olmasını sağlamıştır.

Tablo 5.10: Yatırım fonları sayısı (www.tspb.org.tr)

Ülkeler	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016/03
<b>Amerika</b>															
ABD	8,244	8,126	8,041	7,975	8,117	8,027	8,022	7,663	7,548	7,580	7,582	7,707	7,923	9,710	9,740
Arjantin	211	186	186	200	223	241	253	252	254	281	291	297	302	346	357
Brezilya	2,755	2,805	2,859	2,685	2,907	3,381	4,169	4,744	5,618	6,513	7,468	8,072	8,560	8,783	8,906
Kanada	1,956	1,887	1,915	1,695	1,764	2,038	2,015	2,075	2,117	2,655	2,866	2,963	3,164	3,283	3,255
Kosta Rika	128	129	115	110	100	93	85	64	68	63	66	66	66	65	63
Meksika	364	374	411	416	437	420	431	407	434	464	488	487	486	499	506
Şili	226	414	537	683	926	1,260	1,484	1,691	1,912	2,150	2,286	2,385	2,418	2,500	2,476
<b>Avrupa</b>															
Almanya	1,092	1,050	1,041	1,076	1,199	1,462	1,675	2,067	2,106	2,051	2,059	2,012	2,039	5,604	5,625
Avusturya	808	833	840	881	948	1,070	1,065	1,016	1,016	1,003	995	981	938	1,596	1,598
Belçika	1,141	1,224	1,281	1,391	1,549	1,655	1,828	1,845	1,797	1,723	1,529	1,432	1,209	1,164	1,164
Çekya	76	58	53	51	52	66	76	78	80	80	80	85	106	128	129
Danimarka	485	400	423	471	494	500	489	483	490	500	495	510	530	556	571
Finlandiya	312	249	280	333	376	379	389	377	366	368	375	369	352	371	373
Fransa	7,773	7,902	7,908	7,758	8,092	8,243	8,301	7,982	7,791	7,744	7,392	7,154	7,082	11,122	11,050
İngiltere	1,787	1,692	1,710	1,680	1,903	2,057	2,371	2,266	2,204	1,941	1,922	1,910	1,920	2,573	2,789
İrlanda	1,905	1,978	2,088	2,127	2,531	2,898	3,097	2,721	2,899	3,085	3,167	3,345	3,462	3,864	6,242
İspanya	2,466	2,471	2,559	2,672	3,235	2,940	2,944	2,588	2,486	2,474	2,349	2,267	2,238	2,238	2,255
İsveç	512	485	461	464	474	477	508	506	504	508	456	484	510	471	462
İsviçre	512	441	385	510	609	567	572	509	653	664	667	765	843	860	821
İtalya	1,073	1,012	1,142	1,035	989	924	742	675	650	659	600	661	719	713	734
Lihtenştayn	111	137	171	200	233	391	335	348	409	437	535	657	587	1,184	1,190
Lüksemburg	6,874	6,578	6,855	7,222	7,919	8,782	9,351	9,017	9,353	9,462	9,435	9,500	9,839	12,074	12,109
Macaristan	90												307	316	324
Norveç	419	375	406	419	524	511	530	487	507	507	406	573	616	700	684
Polonya	107	112	130	150	157	188	210	208	214	226	259	264	278	391	403
Portekiz	170	160	163	169	175	180	184	171	171	173	157	153	184	396	390
Romanya	20	20	19	23	32	41	52	51	56	105	62	64	72	74	74
Slovakya		37	40	43	43	54	56	54	58	63	58	54	87	88	88
<b>TÜRKİYE</b>	<b>242</b>	<b>241</b>	<b>240</b>	<b>275</b>	<b>282</b>	<b>294</b>	<b>304</b>	<b>286</b>	<b>311</b>	<b>337</b>	<b>351</b>	<b>373</b>	<b>395</b>	<b>377</b>	<b>390</b>
Yunanistan	260	265	262	247	247	230	239	210	213	196	177	166	143	139	136
<b>Asya ve Pasifik</b>															
Çin	-	-	-	-	-	341	429	547	660	831	1,065	1,415	1,763	2,558	2,723
Filipinler	21	21	24	32	38	40	43	41	43	47	48	47	52	55	55
Güney Kore	5,873	6,726	6,636	7,279	8,030	8,609	9,384	8,703	8,687	9,064	9,121	9,876	11,063	11,918	11,979
Hindistan	312	350	394	445	468	555	551	590	658	680	692	699	723	804	799
Japonya	2,718	2,617	2,552	2,640	2,753	2,997	3,333	3,656	3,905	4,196	4,384	4,922	5,404	9,804	10,018
Pakistan	-	-	-	-	31	64	83	96	125	137	139	152	159	160	165
Tayvan	351	401	445	459	447	456	443	460	487	534	554	570	577	602	618
Yeni Zelanda	577	563	553	563	613	623	643	702	700	709	700	694	632	609	579
<b>Afrika</b>															
Güney Afrika	460	466	537	617	750	831	884	904	943	947	967	1,062	1,171	1,327	1,360

Kaynak: EFAMA

**Tablo 5.11: Yatırım fonları net aktif değeri (milyar dolar) (www.tspb.org.tr)**

Ülkeler	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015/09
<b>Amerika</b>														
ABD	6.390	7.414	8.107	8.905	10.397	12.001	9.604	11.113	11.831	11.626	13.044	15.018	15.852	15.384
Arjantin	1	2	2	4	6	7	4	4	5	7	9	11	16	17
Brezilya	97	172	221	303	419	615	479	784	980	1.009	1.071	1.019	990	653
Kanada	249	338	414	491	566	698	416	565	637	754	857	941	982	800
Kosta Rika	2	3	1	0.804	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2
Meksika	31	32	35	47	63	75	60	71	98	93	112	121	120	98
Şili	7	9	13	14	18	24	18	34	38	33	38	39	44	35
<b>Avrupa</b>														
Almanya	209	276	296	297	340	372	238	318	334	293	328	383	360	
Avusturya	67	88	104	109	128	139	93	100	95	81	89	91	84	137
Belçika	75	99	118	115	137	150	105	107	96	82	82	92	90	82
Çekya	3	4	5	5	6	8	5	5	6	4	5	5	6	7
Danimarka	40	50	65	75	96	104	65	83	90	85	104	119	121	103
Finlandiya	17	26	38	45	68	81	49	66	71	62	74	88	87	77
Fransa	845	1.148	1.371	1.363	1.769	1.990	1.591	1.806	1.617	1.382	1.473	1.532	1.391	1.657
Hollanda	84	94	102	94	109	114	77	96	86	69	76	85	76	58
İngiltere	289	397	493	547	755	897	505	729	854	817	986	1.167	1.182	1.378
İrlanda	250	360	468	546	855	951	720	861	1.014	1.061	1.277	1.440	1.547	1.780
İspanya	179	255	318	317	368	397	271	270	217	195	191	248	274	247
İsveç	58	88	107	119	177	195	113	170	205	180	206	253	279	236
İsviçre	83	91	94	117	160	176	135	168	262	273	311	397	408	397
İtalya	378	479	512	451	453	420	264	279	234	181	182	216	238	188
Lihtenştayn	4	9	13	14	17	25	20	30	35	33	32	36	29	40
Lüksemburg	804	1.104	1.396	1.636	2.188	2.685	1.861	2.294	2.513	2.277	2.642	3.031	3.208	3.147
Macaristan	4	4	5	6	9	13	9	11	12	7	9	12	11	13
Norveç	15	22	30	40	54	75	41	71	85	80	99	109	112	93
Polonya	5	9	12	18	29	46	18	23	26	18	26	28	26	30
Portekiz	20	27	31	29	31	30	14	16	11	7	8	10	9	19
Romanya	0.027	0.029	0.072	0.109	0.247	0.39	0.326	1	2	2	3	4	5	4
Rusya	0.372	0.851	1	2	6	7	2	3	4	3				
Slovakya		1	2	3	3	5	4	4	4	3	3	3	4	6
<b>TÜRKİYE</b>	<b>6</b>	<b>14</b>	<b>18</b>	<b>22</b>	<b>15</b>	<b>23</b>	<b>15</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>14</b>	<b>16</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>11</b>
Yunanistan	27	38	43	32	28	30	12	12	9	5	6	7	5	4
<b>Asya ve Pasifik</b>														
Avustralya	356	518	635	700	864	1.193	841	1.199	1.456	1.440	1.667	1.624	1.601	1.274
Çin						434	276	381	365	339	437	460	709	917
Filipinler	0.474	0.792	0.952	1	2	2	1	1	2	2	4	5	5	4
Güney Kore	150	122	177	199	252	330	222	265	266	227	268	285	312	289
Hindistan	20	30	33	41	58	109	63	130	111	88	114	108	135	141
Japonya	303	349	399	470	579	714	575	661	786	745	738	774	781	1.116
Pakistan					2	5	2	2	2	3	3	3	4	4
Tayvan	62	76	77	57	56	58	46	58	59	53	59	62	58	51
Yeni Zelanda	8	10	11	10	13	15	11	18	20	24	31	34	42	33
<b>Afrika</b>														

Kaynak: EFAMA

## 5.8 İSLAMİ SİGORTACILIK

Bu çalışmada İslami sigortacılık (tekafül) ve Bireysel Emeklilik Sistemine (BES) yer verilmesinin nedeni, sigortacılık sektörünün çalışma koşulları gereği, sektör firmalarının müşterilerinden çok fazla miktarda fon toplamları ve toplanan fonlarında şirketin kârlılığını artırma veya müşteri adına değerlendirmek amacıyla para ve sermaye piyasası araçlarında kullanmasıdır. Bu fonlar faizsiz finansal araçlarda değerlendirilirse, faizsiz finans sisteminin gelişimine büyük katkı sağlayacaktır.

Bireysel emeklilik şirketleri yasa gereği katılımcılardan topladıkları paraları, kendilerinin kurdukları ve portföy yönetim şirketlerine yönetmeleri için verdikleri emeklilik yatırım fonlarında değerlendirmektedirler. Emeklilik yatırım fonları portföyü yatırım fonları bölümünde değindiğimiz finansal araçlardan oluşmaktadır. Emeklilik fonları finansal araç içeriği olarak, yatırım fonlarından sadece portföy sınırlamaları itibari ile farklılaşmaktadır. Örneğin, kurucu limiti yani emeklilik şirketinin sahip olduğu kuruluşun/kuruluşların ihraç ettiği para ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılacak azami oran %30 iken, yatırım fonlarında bu oran %35'dir. Bir katılım bankasının katılma hesaplarında, emeklilik fonları portföy büyüklüğünün azami %6'sına kadar yatırırken, yatırım fonları azami %10'ununa kadar yatırılabilir. 100 milyon TL'lik fon büyüklüğü üzerinden hesaplama yaparsak; bu fon emeklilik yatırım fonu olursa fonun azami altı milyon TL'lik kısmını Vakıf Katılım, Kuveyt Türk veya Albaraka gibi herhangi bir katılım bankasında değerlendirilebilirken; yatırım fonu olduğunda bu tutar azami on milyon TL olmaktadır. Bu sınırlar aşıldığında Takasbank ve gerektiğinde SPK emeklilik fonlarında emeklilik şirketlerinden, yatırım fonlarında ise portföy yönetim şirketlerinden ihlalin gerekçesi ile alakalı bir açıklama talep etmektedir. Yasal kapsam bakımından da emeklilik şirketlerinin ve fonların denetimi/kontrolü veya yasal düzenlemesi Hazine Müsteşarlığı'na aitken, yatırım fonlarında bu yetki SPK'ya aittir. Bu gibi yönetsel ve şirketsel bazda ayırım haricinde finansal araç bazında değerlendirdiğinde fazla farkı olmadığını söyleyebiliriz.

Tekafül sigortacılığı kapsamında ise, bu alanda faaliyet gösteren firmaların topladıkları fonların yönlendirilebileceği finansal araç çeşitliliği arttıkça, firmalar mali performans artışı gösterecek ve firma kârlılığına ilave katkı sağlayacaktır. Sektörün kârlı olması, sektöre yeni oyuncuların girmesine, hem tekafül sigortacılığın gelişmesine hem de faizsiz finansın ve araçların gelişmesine ve derinleşmesine büyük katkı sağlayacaktır.

### 5.8.1 BES (Bireysel Emeklilik Sistemi)

Bireysel Emeklilik Sistemi, kişilerin aktif çalışma yaşamları süresince yaptıkları tasarrufları uzun vadeli yatırıma yönlendirerek emeklilik dönemlerinde, yaşam standartlarını koruyabilecekleri bir gelir elde etmelerine imkân sağlayan özel bir emeklilik sistemidir. Kişiler bu sisteme gönüllü katılarak, sosyal güvenlik sisteminin sağladığı emeklilik gelirin ek bir gelir sağlayabileceklerdir. Böylece kişiler emekli olduklarında ikinci bir emeklilik geliri ile yaşam standardını ve geçim düzeyini yüksek tutabilme imkânına kavuşacaklardır. Ayrıca bireyler çalışma hayatları boyunca tasarruf yapma yönünde eğilimde bulunarak geleceği için yatırım yapabileceklerdir. Fiil ehliyetine sahip yani reşit olan veya 18 yaşını doldurmuş akıl ehliyetine sahip herkes Sosyal Güvenlik Kurumu'na bağlı olsa da olmasa da bu sisteme dahil olabilmektedirler. Bireysel Emeklilik Sistemi, katkı paylarının/tasarrufların toplanması, değerlendirilmesi ve kişiye toplu para verilmesi ya da periyodik maaş ödenmesi esasına dayanmaktadır. Bu sistem, Sosyal Güvenlik Kurumu'nda mevcut olan sağlık hizmetleri veya diğer hizmetleri sunmamaktadır. Bireysel Emeklilik Sistemi'ne giren katılımcının Sosyal Güvenlik Kurumu'ndan çıkması söz konusu değildir. Bireysel Emeklilik Sistemi, zorunlu sosyal güvenlik sisteminin alternatifi değil, tamamlayıcıdır. Katılımcıların Bireysel Emeklilik Sistemi'nde geçirdikleri süreyle, sosyal güvenlik sisteminde geçirdiği sürenin ilişkisi bulunmamaktadır. Sosyal Güvenlik Kurumu'ndaki emeklilik hakları, bireysel emeklilik hesabına aktarılamaz. Çünkü iki yapı birbirinden tamamen farklıdır. Biri kamu tüzel kişiliği üzerinden kamu gücüne dayanırken, bireysel emeklilik sistemi özel hukuk tüzel kişiliğine haiz olup, kamu gücüne dayanmadığı için zorunluluk unsuru bulunmamaktadır.

Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu 28 Mart 2001 tarihinde kabul edilip, 27 Ekim 2003 tarihinde ilk emeklilik planlarının tasdiki ile emeklilik şirketleri faaliyete başlamıştır. Bu kanun ile beraber devlet, ülkemizde düşük olan bireysel tasarrufları arttırmayı, bireylerin emeklilik döneminde ek bir gelir sağlattırarak refah düzeylerini yükseltmeyi, toplanan uzun vadeli fonları yatırıma yönlendirerek ekonomiye uzun vadeli kaynak oluşturmayı ve dolayısıyla istihdamı arttırmayı ve ekonomik gelişmeyi hedeflemiştir.

Hazine müsteşarlığından izin almış kuruluşlar, emeklilik şirketi kurarak müşterilerden emeklilik sistemi adına fon toplayıp, bu fonları SPK'dan fon yönetimi izni almış portföy yönetimi şirketlerine yöneltme hakkına sahip olabilmektedirler. Vatandaşlardan toplanan paralar, emeklilik şirketleri tarafından risk düzeyi farklı olacak şekilde çeşitli fonlar kurularak, portföy yönetim şirketleri üzerinden para ve sermaye piyasası araçlarında değerlendirilmektedir. Emeklilik şirketleri Hazine Müsteşarlığı, portföy yönetim şirketleri ve yatırım fonları ise SPK tarafından denetime tabi tutulmaktadır. Ayrıca emeklilik şirketi varlıkları ile emeklilik

yatırım fonu varlıkları ayrıdır. Aynı durum portföy yönetim şirketleri içinde geçerlidir, yani yatırım fonları malvarlığı ile portföy yönetim şirketi malvarlığı tamamen ayrıdır. Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu uyarınca fon malvarlığı rehnedilemez, portföye ilişkin olarak yapılan işlemler haricinde teminat gösterilemez, üçüncü şahıslar tarafından haczettirilemez ve iflas masasına dahil edilemez. Bu yapı portföy yönetim şirketleri ve yatırım fonları arasında da korunmuştur. Portföy yönetim şirketlerinin yönettiği fonlar BES fonları gibi rehnedilemez, iflas masasına konulamaz ve teminat olarak gösterilemez.

Emeklilik şirketleri veya portföy yönetim şirketlerin kendi faaliyet zararları veya işlemleri kapsamında oluşacak borçları veya zararları için müşterilerin varlıkları olan emeklilik fonları veya yatırım fonlarına hiçbir şekilde dokunamazlar, rehin edemezler. Bu fonlara ancak fon yatırımcısı müşterilerin şahsi alacaklıları başvurabilir. Bu sayede güvenli bir özel emeklilik sistemi oluşturulmaya çalışılmış, %25'lik devlet katkısı ile de sistem teşvik edilerek vatandaşların sisteme çekilmesi amaçlanmıştır.

Bir yılda toplam asgari ücretin azami %25'i kadar devlet katkısı yapılmaktadır. Örneğin, yıllık toplam asgari ücret geliri 15.000 TL olduğunu düşünürsek, devlet azami 3.750 TL katkı vermekte, emeklilik sistemine aktarılan yıllık 15.000 TL üzerinde ki fonların üzerine ilave devlet katkısı verilmemektedir. Sistemde on yıl kalan ve 56 yaşını dolduran bireyler bu katkının tamamını alabilmekteyken, sistemde on yıl kalıp 56 yaşını dolduramayan kişiler, sistemden çıkmak istediklerinde devlet katkısının ancak %60'ına hak kazanırlar. Sistemde on yılın altında kalan ve 56 yaş doldurulmadan çıkanlar, kademeli olarak sistemde kaldığı süre boyunca devlet katkısını almaya hak kazanır. Sistemde belirlenen kriterlere göre getirilerin stopaj oranları da farklılaşmaktadır, daha uzun vadede kalındıkça ve emeklilik hakkı elde edildikçe stopaj oranı %15'lerden %5'lere düşmektedir. Böylece bireylerin sistemde daha uzun süre kalması teşvik edilmiştir. Bu da portföy yöneticilerinin fon varlıklarını daha uzun vadeli yatırımlara yönlendirebilmesi imkânını ortaya çıkarmıştır.

Bireysel Emeklilik Sistemi'ni sermaye piyasaları açısından ve müşterilerin karşılaşılabileceği riskler açısından değerlendirecek olursak; Bireysel Emeklilik Sistemi'ne yatırılan katkı payları katılımcıların tercih ettiği emeklilik yatırım fonlarında değerlendirilmektedir. Bu fonlar türlerine göre; hisse senedi, sabit getirili menkul kıymetler, kıymetli madenler vb. finansal varlıkları içermektedir. Tercih edilen fonların içerdikleri varlıkların kazanç ya da kayıpları katılımcıların birikimlerini belirlemektedir. Örneğin, hisse senedi ağırlıklı bir emeklilik yatırım fonuna yatırım yapılması ve borsanın değer kaybetmesi durumunda, katılımcıların fonları da portföylerinde yer alan hisse senetlerine bağlı olarak değer kaybedebilecektir. Bu da katılımcıların birikimlerine yansiyarak daha az kazanç elde etmesine yol açacaktır. Ancak

alınacak riskleri belirlemek her zaman katılımcıların elindedir. Katılımcılar güvenli yatırım için daha az getiriye razı olup, daha az risk içeren fonlara ağırlık verebilir veya daha fazla risk alarak daha fazla getiri sağlama ihtimali olan fonları seçebilir. Ayrıca katılımcılar fon dağılımı değişikliği hakkını kullanarak birikimlerinin dahil olduğu fonları değiştirebilirler. Firmalar müşterilerin tercihlerine göre fonları sadece hisse senetlerine dayalı kurabileceği gibi katılma hesabına, kira sertifikalarına ya da karma finansal araçlara dayalı olarakta kurabilmektedir. Bu tamamen müşterilerin risk algısına bağlı olarak değişmektedir. Müşteriler faizsiz esaslara dayalı kurulmuş fonları da tercih edebileceği gibi, sistemde ki diğer fonlarda tercih edebilirler.

Piyasadaki emeklilik fonlarına baktığımızda sadece iki adet faizsiz esaslara göre kurulmuş emeklilik şirketi olmasına rağmen, faizsiz emeklilik fonlarının çok büyük kısmı faizsiz esaslı olmayan emeklilik firmaları tarafından kurulmuş ve toplanan fonların %95'inden fazlası da, yani hemen hemen hepsini faizli esaslara göre kurulan portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmektedir. Diğer bir ifade ile sermaye piyasası ürünleri hem faizli hem faizsiz ürünler bazında aynı çatı altında işletilmekte ve yönetilmektedir. Bu yapı sisteme istikrarsızlık veya güven kaybı getirebilir. Zira faizsiz yapılan işlemlerin danışma kurulu olmadan veya olup da fon portföyünden yapılan işlemlerin düzenli olarak kontrol edilmeden, tüm fonların aynı çatı altından yönetilmesi, sistemi ileride yaşanabilecek olumsuz bir gelişme ile (fon portföyünde faizsiz finans kriterlerine uygun olmayan işlemlerin yapılması gibi) tartışmalı hale getirebilir. Aynı durum yatırım fonları kısmı için de geçerlidir. Dolayısıyla standardize edilmesi adına temel genel kabul görmüş faizsiz finans kriterler konulmalı ve düzenli şekilde fonlar kontrol edilmelidir. Ayrıca İslami finans merkezi deyince ilk akla gelen merkezlerin başında Londra gelmektedir ki, bu işlemlerin orada yapılması işi tamamen profesyonel ve kurallara bağlı olarak yapmalarından kaynaklanmaktadır. İslami yatırım fonlarında başta gelen ülkelerden biri yine bir Avrupa ülkesi olan Lüksemburg'dur. Dolayısıyla bu alandaki işlemlerin ve sistemin standardize edilmesi şart bir unsurdur.

Mevcut piyasa verileri doğrultusunda bireysel emeklilik piyasası incelendiğinde, devlet teşviki sayesinde emeklilik fonlarının hem faizsiz finans piyasalarında hem de konvansiyonel tarafta çok ciddi bir büyüme kat ettiği söylenebilir. Yukarıdaki tablo 5.7'de ve aşağıdaki şekil 5.4'de görüleceği üzere, BES sistemindeki fonların yıllar itibari ile çok hızlı ve istikrarlı büyüdüğü görülmektedir. Emeklilik sistemi olduğu için burada ki fonlar uzun vadeli kaynak olarak değerlendirilebilir. Bu sistem sermaye piyasalarına hem istikrar hem de derinlik getirebilir. Ancak bu fonların yatırım yapabileceği, potansiyel gelişme gösterecek alanlar olması önem arz etmektedir. Katılım bankaları açısından düşünüldüğünde bu fonlar katılım bankacılığı özüne uygun müşareke ve mudarabe gibi yatırım amaçlı ürünlerde

kullanılabilir. Getirileri makul ve istikrarlı olduğu müddetçe müşterilerin bu alandan çıkma gibi durumu çok düşük bir ihtimaldir. Zaten katılım bankalarının yatırım yapabilir alanlarının çok kısıtlı olması ve topladıkları fonların belli bir büyüklüğe ulaşmasından sonra ister istemez hisse senetleri ve kira sertifikalarından başka alternatif yatırım araçları aramak durumunda kalacaklardır. Hisse senetleri bölümünde anlatıldığı gibi katılım bankalarının yatırım yapabileceği hisse senedi adedi hem sınırlı hem de bu hisse senetlerinin toplam değeri ve işlem hacimleri yeteri kadar büyük ve derin değildir. BES fonlarının bu alanlara yatırım yapması hisse senetlerinin gerçek değerinden yüksek fiyatlamaına neden olabilir, getirisi de düşük olacağı için BES fonlarının getirisine olumsuz yansiyabilir. Kira sertifikası açısından bakıldığında ise, kira sertifikalarının tahvil-bono gibi karşılığı olmadan kolay bir şekilde ihraç edilmediği için sınırlı sayıda ihraçlar olabilecektir. Dolayısıyla girişim sermayesi veya gayrimenkul yatırım fonları gibi alanlara yönelme hem sistem açısından hem de ülke menfaati açısından fayda getirecek ve emeklilik sistemini rahatlatacaktır. Tabi girişim sermayesi kısmında, fonların iyi ve sağlıklı yönetilmesi çok daha önemlidir. Zaten yatırımcılar yani emeklilik fonu müşterileri sistemde çok uzun süre kalacaklarını düşünecekleri için uzun vadede para kaybettikleri durumda, sistemden veya bu tür emeklilik fonlarından çıkmalarına neden olur. Vade ve kaynak sıkıntısı olmadan bu tür ticari işlemlere nitelikleri yüksek, işin ehli, güvenilir personel ile rahatlıkla girilebilir. Yeterki makul seviyede kâr üretebilen işlemler yapılabilsin.

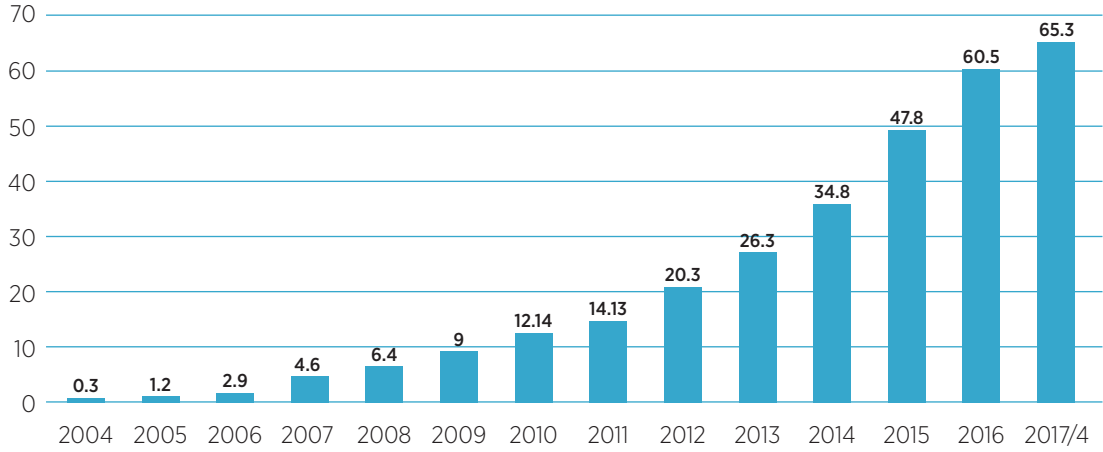
BES sisteminin bu kadar hızlı büyümesinin ana nedeninin %25 devlet katkısı olması hasebi ile müşteriler bu alana daha çok yönelmiş durumdadırlar. Fon getirileri ile sisteme katılım daha çok arttırılabilir. Katılım bankacılığı ve faizsiz sermaye piyasaları (faizsiz finans) açısından ise BES fonları daha çok büyüdükçe daha fazla ve çeşitli finansal araçlara ihtiyaç duyacaklardır. Bunun önlemlerini yukarıdaki paragrafta anlatılan işlemlerle aşılabılır gözükmektedir.

BES emeklilik fonlarının büyümesi son 13 yıllık rakamlarla aşağıdaki şekilde gösterilmiştir. Ne kadar hızlı büyüdüğü, özellikle son yıllarda yüksek tutarlı portföy rakamlarına istinaden bile yine hızlı büyümesini devam ettirmesi sevindirici bir gelişmedir. Küçük tutarlarda olsa tasarruf yapılması ve bunun kartopu etkisi yaparak devam etmesi, bu sistemin sermaye piyasalarına katkı sağlaması ve ileride girişim sermayesi fonları veya yatırımları gibi ticari alanlara da katkı sağlaması beklentisi ile daha güzel neticelere yol açabilir.



## Şekil 5.4: BES fon büyüklüğü

### BES Fonları



Bireysel emeklilik sistemi uzun vadeli tasarruflar üzerine kurulduğu için, buradaki kaynakların normal yatırım fonlarında ki katılma hesapları, kira sertifikaları ya da hisse senetleri gibi yatırım araçlarından daha çok girişim sermayesi ya da gayrimenkul yatırımları gibi üretimi ve yatırımı arttırmaya yönelik kullanılması uzun vadede ülke menfaatine olumlu sonuçlar doğuracaktır. Özellikle girişim sermayesi üzerinde yapılacak yatırımlar ticareti, dolayısıyla üretimi ve istihdamı arttıracak ve piyasaların çok yeni ürünlere kavuşabilmesinin önü açılmış olacaktır. Kaldı ki bu işlemler katılım bankacılığının özüne uygun olan işlemlerdir. 2013 yılında çıkarılan SPK kanunu ile yeni yasal mevzuata kavuşan gayrimenkul yatırım fonları ve girişim sermayesi yatırım fonlarının oluşturulması BES fonları ile daha kolay hale gelmiştir. Zira bu iki fon türü de uzun vadeli yatırım isteyen, paranın kısa vadede geri çekilmemesini gerektiren, getiri garantisi vermeyen, riskin dağıtılabileceği bir yapıya sahiptir. Ancak burada BES fonlarının bu sisteme aktarılmasında bazı sorunların çözülmesi gerekmektedir. Bunlardan biri ve en önemlisi bu fonları yöneten firmaların iyi denetlenmesi ve riskin tamamen yatırımcılara yüklenmemesi gerekliliğidir.

Girişim sermayesi ile kurulan/kurulacak firmaların gelecek vaad etmesi, şirket yöneticilerinin bu şirketleri kendi işleriymiş gibi yönetmesi, işlerin işin ehline verilmesi ve bu tür firmalarda savurganlığın önüne geçecek yapıların kurulması önem arz etmektedir. Aksi halde girişim sermayesi fonları kurulmadan ölü doğar, bununla kalmaz, bu alanda yatırım

yapan BES fonlarını zarara uğratma olasılığı nedeni ile bireysel emeklilik sistemine zarar vermesi muhtemeldir. Aynı durum gayrimenkul fonları için de geçerlidir. Fon kurucularının kesinlikle gereğinden fazla değer biçilmiş gayrimenkulleri fon portföyüne koymamaları, gayrimenkullerin rayicinde kiraya verilmesi veya projelerin zamanında tamamlanıp, gayrimenkullerin değerinde satılması gerekmektedir. Zira kontrolünün zor ve bazı alanlarda işlemlerin göreceli olması nedeni ile suistimale açık hale gelebilecek işlemlerdir.

BES fonlarının getirilerine bakıldığında, maalesef devlet katkısı olmadan sisteme getiri elde etmek amacıyla yatırım yapılamayacağı aşikârdır. Zira hem emeklilik şirketlerinin aldığı ücretler, hem de portföy yönetim şirketlerinin aldığı ücretlerden dolayı getiriler iyice düşmektedir. Devletin fon gelirinden aldığı stopaj indiriminin bile devlet katkı teşviki olmadan bu sisteme girme noktasında hemen hemen hiçbir anlam ifade etmeyeceği ve hiçbir avantaj sağlamayacağı apaçıktır. BES ürünü satımında emeklilik şirketi, portföy yönetim şirketi, dağıtım kanalı (banka-acente) gibi şirketlerin fazla olması nedeniyle kesintiler az yapılsa bile, toplamda yüksek kesintilere neden olmaktadır. Bu durum sistemin yapısal problemlerinden kaynaklanıyor ve sistem de performans odaklı değil. Ayrıca her bankanın emeklilik şirketi, aracı kurumu ve portföy yönetim şirketi olması nedeniyle, toplanan her emeklilik fonunun gideceği portföy yönetim şirketi sorgusuz sualsiz belli olmaktadır. Bir banka, fonların performansı iyi olsun kötü olsun, toplanan fonları kendi iştiraki dışındaki portföy yönetimi şirketine yönettirmez, yönettirmesi çok zordur. Buda kötü performans nedenlerinden biri olabilmektedir. Bu durumda ücretlendirme performansına bağlı yapılabilir veya üçlü yapı yerine portföy yönetim şirketi/emeklilik şirketi ve (banka) gibi ikili bir yapı sistemin maliyetlerini azaltabilir.

2017 yılında yürürlüğe giren “Otomatik Katılım Sistemi (OKS)” ile bazı yasal tedbirlerle maliyetlerin önüne geçilmiş, fon performanslarının artırılması için çeşitli kurallar getirilmiştir. Kısaca Otomatik Katılım Sistemini (OKS) tanımlayacak olursak; kamu sektöründe ve özel sektörde istihdam edilen 45 yaş altı tüm çalışanların otomatik olarak Bireysel Emeklilik Sistemi’ne (BES) dahil edildiği bir emeklilik ve tasarruf programıdır. 1 Ocak 2017 itibari ile başlayacak olan BES Otomatik Katılım Uygulaması, çalışanlara ikinci bir emeklilik maaşı sağlamanın yanı sıra tasarrufa teşvik etmek amacını da taşımaktadır. Mevcut yürürlükte olan BES’lerden farklı olarak takip edilecek bu sistemde çalışanlar dilerse mevcut BES’lerin yanında ikinci bir BES yaptırabilirler veya üç ay içinde OKS’lerini iptal edebilirler. Bu sistemde her emeklilik şirketi topladığı fonların yasa gereği sadece bir portföy yönetim şirketine en fazla %30’unu verebilecektir. Buda emeklilik şirketinin en az dört portföy yönetimi şirketi ile çalışması gerektirdiğini ve fon performanslarına daha dikkat edeceğinin göstergesidir.

Kira sertifikaları ve katılma hesapları üzerine kurulan bir emeklilik fonu için gelir ve giderleri hesaplayacak olursak; bireyin yıllık 10.000 lirasını emeklilik sistemine aktardığını düşünürsek, %25 devlet katkısı ile 2.500 TL net bir kazanç elde edecektir. Kira sertifikaları ve katılma hesaplarının yıllık getirisinde %10 olduğunu düşünürsek, tahmini 500 TL anaparadan getiri elde etmiş olacaktır. Aylık 500-1.000 TL arası ödeme olduğunda, her ay yatırılan anaparanın getirisi olacaktır, son ay yatırılan katkının yıllık değil aylık getirisi olacaktır. Aynı şekilde altıncı ay yatırılan paranın getirisi altı aylık olacaktır. Ancak emeklilik şirketinin almış olduğu ortalama %2'lik emeklilik şirketi payı kesintisi (dağıtıcı banka/kuruluş ile paylaşabilmektedir), portföy yönetim şirketi ile emeklilik şirketinin paylaşmış olduğu ortalama %2'lik fon yönetim ücreti kesintisi ve fon giderlerinin fona yansıtılması nedeniyle kira sertifikası ve/veya katılma hesaplarından elde edeceği getiri %10'dan %6'nın bile daha aşağısına düşebilmektedir. Devlet katkısı olmasa bireyin bu tasarruflardan sağlayacağı getiri yıllık %6'dan daha az olacaktır. Müşterinin kendisi bu parayı yatırıma yönlendirse alacağı getiri yıllık ortalama %8-9 olacaktır, yani daha kârlı gözükmektedir. Yatırımcı emeklilik sisteminde bu paraya 10 yıl dokunmazsa, uygulanacak stopaj oranı %10, on yıl ve 56 yaşına kadar dokunmazsa uygulanacak stopaj oranı %5 olacaktır. Vergisel avantaj olsa bile, ferdi olarak değerlendirmek daha kârlı olmaktadır.

Devlet teşviki olmazsa, emekli olmak isteyen kişi doğrudan kendisi kira sertifikası alırsa daha kazançlı çıkacağı aşikârdır. Ancak tasarruf yaparken buraya yatırılacak her 100 TL tasarruf yerine harcamaya gidebildiği için, BES sisteminin olumlu etkisi getiriye bakmadan buraya yatırılmasında ortaya çıkmakta, insanları cüzide olsa tasarrufa teşvik etmektedir. Getiri bakımından hisse senedi fonlarının diğer fonlarla hemen hemen aynı kaderi paylaştığı aşikârdır. Kaldı ki yetkili otorite, emeklilik şirketinin almış olduğu çok yüksek orandaki sisteme giriş oranını %8'lerden aşağı çekerek %2 ile sınırlamıştır. Fonlardan kesilen yönetim ücreti, saklama ücreti, işlem maliyetleri gibi fon toplam giderlerine ise fon türlerine göre belli bir tavan sınırlaması getirilmiştir. Zira eski oranlar yatırımcı aleyhine bir durum teşkil etmekteydi. Ancak bu sınırlamalar ile emeklilik firmalarının ve portföy yönetim şirketlerinin kazançlarını sekteye uğrattığı için, riski düşük kârlı bir alan olmaktan çıkarmıştır. Aslında burada tartışılması gereken nokta, BES'i müşterilere sunarken üç aracıya ihtiyaç var mıydı? Bankalar, emeklilik şirketleri ve portföy yönetim şirketleri. Tabi burada mevcut yasal düzenlemeler düşünülüğünde, BES yani emeklilik sigortası işinin bankaların asli işlevi olmaması, portföy yönetim şirketlerine kanunda böyle bir yetki verilmemesi mecburen üçlü bir yapıyı ortaya çıkarmıştır. Ancak bu da aracılardan fazlalığı nedeniyle maliyetlerin artmasına neden olmuştur.

Burada değinilmesi gereken diğere asıl bir nokta ise, devletin BES için sunacağı katkının ne-reye kadar devam edeceğidir. Çünkü sistem çok hızlı büyümektedir ve buna bağlı olarak devletin ödemiş olduğu teşvik de bu oranda katlanarak büyümektedir. Ödenen teşviklerin devlet bütçesine artık ciddi bir yük oluşturmaya başladığını dile getirebiliriz. Devletin 2015 yılında vermiş olduğu devlet katkısını kaba taslak bir şekilde hesaplırsak ; 2014 yılı sonunda toplam BES fonları 34.8 milyar TL iken, 2015 yılı sonunda 46.2 milyar TL olmuştur. Yani toplam fonlarda 11.4 milyar TL'lik bir artış söz konusudur. Yıllık ortalama getiriyi %8'den hesaplırsak  $34.8 \times \%8 = 2.8$  milyar TL mevcut varlıkların getirisi; 11 milyar TL'lik girişinde ortalama (sene başından sene sonuna aylar itibari ile giriş olması dolayısıyla yarısı alınır) %8 getiriden toplam 400 milyon TL kazanç sağlanmış olunur. Yani 2015 yılı için sisteme giren para ;  $46.2 - 34.8 - 2.8 - 0.4 = 6.8$  milyar TL'dir. Sisteme giren tutar için ödenen devlet katkısı ise,  $6.8 \times \%25 = 1.9$  milyar TL olmuştur. Yaklaşık 1,5 milyar TL (asgari ücretin üzerinde olan katkılar düşülürse) devlet bütçesine ek yük oluşturmuştur ve bu tutar her geçen yıl katlanarak artmaktadır. 2013 Ocak ayında başlayan BES teşvikleri, her emeklilik şirketi devlet katkısı fonu kurarak, toplanan fonların devlet katkılarını bu fonda değerlendirmektedir. Fon varlıkları da devlet kâğıtlarına yönlendirilmektedir ki yıllık kazanç ortalama %10 diyebiliriz, zira bu fonlarda yönetim ücreti azami %0,35 ile sınırlandırılmıştır. 2013 yılı sonunda bu fonların tutarı 1.157 milyar TL, 2014 yılında üç milyar TL, 2015 yılında beş milyar TL iken, 2017 yılı Nisan ayı itibari ile bu rakam sekiz milyar TL'yi aşmıştır. Rakamlardan anlaşılacağı üzere devletin sistemi bu şekilde sübvansede etmesi ilerleyen yıllarda verilen teşviki iyice zorlaştırabilir. Dolayısıyla bu oran kademeli olarak ilerleyen yıllarda azaltılabilir.

Peki devlet buradan ne kazanıyor diye düşünürsek; devlet burada vatandaşlarını tasarru-fa yönlendirmektedir. Gelişmiş ülkelerde tasarruf oranı %33'lerde iken, bu oran ülkemizde maalesef %15'ler seviyesindedir. Bu oranın yükseltilmesi için devletin yapmış olduğu teşvik aslında büyük bir başarıya ulaşmıştır. Ancak bu teşvikin sürdürülebilirliği noktasında ilerleyen yıllarda devlet bütçesine çok büyük yük oluşturabileceği için sıkıntı olabilir. Zira bu oran kaldırılırsa önceki bölümlerde anlatıldığı gibi sistemin cazibesi kalmaz, sisteme giriş çok az olur. Bu teşvik oranı kademeli olarak azaltılabilir, çünkü teşvik oranı çok yüksek. Azaltılan katkı oranı BES sistemin gelir üretme noktasında cazibesinin arttırılabilmesi ve giderlerin kısılabilmesi için çalışmalar yapılabilir (bu adımların bir kısmı başarılı bir şekilde yapıldı). Gelir getirme noktasında gayrimenkul ve girişim sermayesi fonları gibi fonlara ihtiyaç duyulmaktadır, zira devlet katkısı kalktığı zaman sistemin hiçbir cazibesi kalmayacak gibi gözükmektedir. Tasarruf yapmayan ya da az tasarruf yapan vatandaş cüzi miktarlarda olsa bu teşvik sayesinde tasarruf miktarını arttırmıştır. Miktarın küçük olması nedeni ile kenara atmadığı ve harcadığı bu parayı, bu sistem sayesinde kenara atarak para biriktirme imkânına kavuşmuştur.

Ayrıca resmi kayıtlara geçmiş olan %15'lik tasarruf oranını tartışmakta da fayda vardır. Çünkü Türk insanı genellikle tasarruflarını ev, arsa veya fiziki altın olarak da yapmaktadır. Tasarruf için yapılan bu yatırımlar hesaplanan %15'lik tasarruf oranına katılmadığı için, yapılan tasarrufun hesaplanan tasarruf oranından daha yüksek kaldığını rahatça ifade edebiliriz. Bu oranın hesaplamasında daha sağlıklı sonuçlara ulaşmak için, hesaplanmayan bu kalemlerin bu tasarruf oranına katılması sağlanarak yeni bir oran hesaplanabilir. Ülkemizde yaşayan vatandaşlarımızın çoğunun dar gelirli olması da tasarrufu sınırlandıran etmenlerin başında gelmektedir. Dolayısıyla BES sistemi tabana daha çok hitap ettiği için, alt gelir grubu için sunulmuş çok iyi bir tasarruf teşvikidir.

Devletin bu sistemden sağladığı ikinci önemli bir katkı ise, bu sistemin gelişmesi ile beraber devletin derinlikli ve uzun vadeli borçlanabileceği bir piyasaya kavuşmuş olmasıdır. Bu sayede devlet daha uzun vadeli ve daha uygun oranlarda borçlanabilecektir. Çünkü 65 milyar TL'lik BES fonunun yaklaşık %60'ı devlet kâğıtlarına gitmektedir ki, bu tutar şu aşamada 30-35 milyar TL gibi bir rakama tekabül etmektedir. Devletin yıllık %1 daha düşük bir oran ile borçlanması, devletin finansman gider yükünü iyice azaltmasına vesile olacaktır. Devletin 2016 yılındaki yurtiçi TL borç stoku yaklaşık 450 milyar TL, yıllık bu borçlanmadan oluşan finansman gideri yaklaşık 45 milyar TL'dir. Her yıl %1'lik daha düşük oran ile borçlanma, devlete yaklaşık beş milyar TL'lik finansman giderinden tasarruf etme imkânına yol açacaktır. Özel sektör firmaları, tahvil-bono veya sukuk ihraç ederken baz oran olarak alınan devletin gösterge kağıdı (tahvil) oranının düşük olmasında özel sektörün borçlanma maliyetlerini düşüreceklerdir. Özel sektörde borçlanma oranları düşüncü, oluşacak düşük oranlarla reel sektörün iş yapma olanağı daha çok artar, hem reel sektör hem de finansal sektör canlanır. Faizden kaynaklı varlık transferinin ve eşitsizliğinde azalmasına yardımcı olur. Ayrıca fon performansını yükseltmek isteyen fonlar özel sektör borçlanma araçlarına yatırım yapacak ve şirketlerin daha uygun oranlarla borçlanmasına katkı sağlayabileceklerdir. Maliyetlerin azalması mal fiyatlarının azalmasına neden olacak, buda enflasyonun dolayısıyla faizin aşağı yönde düşmesi için bir baskı unsuru oluşturacaktır.

Yatırım fonlarının birim değer hesaplamaları fonun portföyündeki varlıklara göre günlük hesaplanabilmektedir. Fon portföyüne dahil olacak kira sertifikası, hisse senedi, altın, gümüş, tahvil-bono gibi varlıkların günlük değerleri olduğu için, fonun günlük değeri açıklanıp bu değer üzerinden alım-satımına konu edilir. Katılma hesaplarında ise aylık veya azami 12 aylık yapıp günlük açıklanan oranlara göre birim değer hesaplanmaktadır. Dolayısıyla fondaki her varlığın bir birim değeri üzerinden, fonunun değeri günlük olarak hesaplanabilmektedir. Ancak gayrimenkul fonları ve girişim sermayesi fonlarında fonun günlük değerinin hesaplanması hemen hemen imkânsız veya çok maliyetli olacağı için BES ya da

normal yatırım fonlarına bu tür finansal araçların portföye dahil edilmesi fon fiyatının hesaplamasını aksatabilir. Gayrimenkul fonları veya girişim sermayesi fon fiyatları yasal olarak yılda bir defa hesaplanmalıdır (fon kurucuları bu süreyi kısaltabilirler). Ancak hesaplama yapılırken girişim sermayesi fon portföyünde firma/proje olacağı için, firmanın her türlü varlık ve borçları değerlendirmeye tabi tutulmalı, gayrimenkul fonları için ise, gayrimenkuller eksper işlemine tabi tutulmalıdır. Bu işlemlerin hem operasyonel yük olması hem de maliyetli olması nedeni ile mevcut kurulu fonlara bu varlıkların dahil edilmesi oldukça zor gözükmektedir. Ayrıca fonlar üç ya da altı ayda bir değerlendirmeye tabi tutulduğunda ise, arada sisteme ya da fona giren veya çıkanların aleyhine veya lehine bir durum oluşturması nedeni ile haksız kayıp veya kazançlara yol açacaktır. Günlük tahmini getiri üzerinden iç iskonto uygulanarak fon değerine yansıtılması da sıkıntılı olabilir. Çünkü değerlendirme günlerinde tahminlerin ötesinde kâr ya da zarar oluşması durumunda fona önce veya sonra girenler duruma göre kâr ya da zararı daha çok yaşayabilirler. Bu fonlar için kapalı bir sistem kurulabilir ve fonlara üç ya da altı ay sonunda giriş çıkış izni verilerek, bu sorunun üstesinden gelinebilir.

2017 yılında kademeli olarak yürürlüğe girecek olan otomatik katılım sistemi hem konvansiyonel hem de faizsiz BES fonları kısmında çok daha fazla büyüklüğe ulaşmasını sağlayacak ve buda finansal piyasaların derinleşmesine katkı sağlayacaktır. Zira otomatik katılım sistemi ile sisteme daha çok vatandaşın çekilmesi daha fazla tasarrufun sağlanması bir nevi devlet eli ile zorunlu kılınmaktadır (zorunlu katılımcılar üç ay içinde sistemden çıkış yapabilirler).

**Tablo 5.12: BES faizsiz fon pazarı (Nisan 2017)**

Fon Unvanı	Yönetici	Fon Türü	Portföy Büyüklüğü	Firma Toplam
Vakıf Emeklilik A.Ş. Gelir Amaçlı Alternatif Kamu Borç. Araç. St. EYF	Vakıf Portföy	Katılım Standart Fon	291.461.949	<b>919.217.996</b>
Vakıf Emeklilik A.Ş. Büyüme Amaçlı Grup Katılım Esnek EYF	Vakıf Portföy	Esnek Fon	42.721.851	
Vakıf Emeklilik A.Ş. Büyüme Amaçlı Katılım Esnek EYF	Vakıf Portföy	Esnek Fon	172.052.459	
Vakıf Emeklilik A.Ş. Altın EYF	Vakıf Portföy	Altın Fonu	273.593.585	
Vakıf Emeklilik A.Ş. Alternatif Katkı EYF	Vakıf Portföy	Devlet Katkısı Fonu	104.309.452	
Vakıf Emeklilik A.Ş. Gelir Amaçlı Grup Esnek Alternatif EYF	Actus Portföy Yönetimi A.Ş.	Esnek Fon	3.683.281	<b>744.615.232</b>
Vakıf Emeklilik A.Ş. Başlangıç Katılım EYF	Vakıf Portföy	OKS	31.395.420	
Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş. Alternatif Esnek EYF	Qinvest	Esnek Fon	82.177.985	
Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş. Alternatif İkinci Esnek (Döviz) EYF	Qinvest	Esnek Fon	19.671.292	
Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş. Alternatif Standart EYF	Qinvest	Katılım Standart Fon	331.803.030	
Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş. Alternatif Altın EYF	Qinvest	Altın Fonu	65.084.213	
Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş. Alternatif Katkı EYF	Qinvest	Devlet Katkısı Fonu	117.857.706	
Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş. Büyüme Amaç. Alter. His. Sen. EYF	Qinvest	Hisse Senedi Fonu	54.659.336	
Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş. Grup Alternatif Esnek EYF	KT Portföy	Esnek Fon	62.563.949	
Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş. Başlangıç Katılım EYF	KT Portföy	OKS	10.797.722	
Anadolu Hayat Emeklilik Alternatif Katkı Emek.YF	İş Portföy	Devlet Katkısı Fonu	44.749.067	<b>743.464.884</b>
Anadolu Hayat A.Ş. Altın Emeklilik Yat. Fonu	İş Portföy	Altın Fonu	444.485.504	
Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. Gelir Amaçlı Alternatif Esnek EYF	İş Portföy	Esnek Fon	244.530.490	
Anadolu Hayat ve Emeklilik A.Ş. Başlangıç Katılım EYF	İş Portföy	OKS	9.699.823	
Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Alternatif Katkı EYF	Garanti Portföy	Devlet Katkısı Fonu	75.000.748	<b>651.739.038</b>
Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Alternatif Standart EYF	Garanti Portföy	Katılım Standart Fon	42.863.686	
Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Altın EYF	Garanti Portföy	Altın Fonu	286.039.446	
Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Esnek Alternatif EYF	Garanti Portföy	Esnek Fon	240.293.589	
Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Başlangıç Katılım EYF	Garanti Portföy	OKS	7.541.569	
Asya Emeklilik ve Hayat A.Ş. Alternatif Katkı EYF	Qinvest	Devlet Katkısı Fonu	71.198.989	<b>392.700.670</b>
Asya Emeklilik ve Hayat A.Ş. Altın Katılım EYF	Qinvest	Altın Fonu	22.576.599	
Asya Emeklilik ve Hayat A.Ş. Büyüme Amaçlı Katılım Hisse Sen. EYF	Qinvest	Hisse Senedi Fonu	44.899.197	
Asya Emeklilik ve Hayat A.Ş. Katılım Standart EYF	Qinvest	Katılım Standart Fon	57.005.131	
Asya Emeklilik ve Hayat A.Ş. Muhafazakâr Katılım Esnek EYF	Qinvest	Esnek Fon	107.583.622	
Asya Emeklilik ve Hayat A.Ş. Büyüme Amaçlı Grup Katılım Esnek EYF	Qinvest	Esnek Fon	51.518.358	
Asya Emeklilik ve Hayat A.Ş. Büyüme Amaçlı Katılım Esnek EYF	Qinvest	Esnek Fon	35.987.850	
Asya Emeklilik ve Hayat A.Ş. Başlangıç Katılım EYF	Qinvest	OKS	1.930.926	
Ziraat Hayat ve Emeklilik A.Ş. Başlangıç Katılım EYF	Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş.	OKS	41.451.809	<b>349.635.549</b>
Ziraat Hayat ve Emeklilik A.Ş. Alternatif Esnek EYF	Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş.	Esnek Fon	20.545.073	
Ziraat Hayat ve Emeklilik A.Ş. Alternatif Katkı EYF	Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş.	Devlet Katkısı Fonu	41.050.565	
Ziraat Hayat ve Emeklilik A.Ş. Alternatif Standart EYF	Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş.	Katılım Standart Fon	159.977.883	
Ziraat Hayat ve Emeklilik A.Ş. Altın EYF	Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş.	Altın Fonu	86.610.219	

Fon Unvanı	Yönetici	Fon Türü	Portföy Büyüklüğü	Firma Toplam
Halk Hayat ve Emeklilik A.Ş. Alternatif Katkı Emek.Y.F	Halk Portföy	Devlet Katkısı Fonu	12.834.979	
Halk Hayat ve Emeklilik A.Ş. Katılım Esnek EYF	Halk Portföy	Esnek Fon	8.182.269	
Halk Hayat ve Emeklilik A.Ş. Katılım Hisse Senedi EYF	Halk Portföy	Hisse Senedi Fonu	3.306.890	<b>108.840.904</b>
Halk Hayat ve Emeklilik A.Ş. Katılım Standart Emek.Y.F.	Halk Portföy	Katılım Standart Fon	55.444.821	
Halk Hayat ve Emeklilik A.Ş. Başlangıç Katılım EYF	Halk Portföy	OKS	29.071.944	
Axa Hayat ve Emeklilik A.Ş. Alternatif Katkı EYF	İş Portföy	Devlet Katkısı Fonu	2.976.794	
Axa Hayat ve Emeklilik A.Ş. Altın EYF	İş Portföy	Altın Fonu	22.557.526	<b>33.286.025</b>
Axa Hayat ve Emeklilik A.Ş. Büyüme Amaçlı Alternatif Esnek EYF	İş Portföy	Esnek Fon	6.122.450	
Axa Hayat ve Emeklilik A.Ş. Başlangıç Katılım EYF	İş Portföy	OKS	1.629.255	
Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş. Alternatif Katkı EYF	Deniz Portföy	Devlet Katkısı Fonu	503.155	
Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş. Alternatif Standart EYF	Deniz Portföy	Katılım Standart Fon	2.489.369	<b>4.635.003</b>
Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş. Başlangıç Katılım EYF	Deniz Portföy	OKS	1.642.480	
Allianz Yaşam ve Emeklilik A.Ş. Başlangıç Katılım EYF	Yapı Kredi Portföy A.Ş.	OKS	8.848.327	
Allianz Yaşam ve Emeklilik A.Ş. Katılım Katkı EYF	Yapı Kredi Portföy A.Ş.	Devlet Katkısı Fonu	0	<b>8.848.327</b>
Allianz Yaşam ve Emeklilik A.Ş. Katılım Standart EYF	Yapı Kredi Portföy A.Ş.	Katılım Standart Fon	0	
Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş. Başlangıç Katılım EYF	Ak Portföy Yönetimi A.Ş.	OKS	7.045.769	
Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş. Katılım Katkı EYF	Ak Portföy Yönetimi A.Ş.	Devlet Katkısı Fonu	0	<b>7.045.769</b>
Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş. Katılım Standart EYF	Ak Portföy Yönetimi A.Ş.	Katılım Standart Fon	0	
NN Hayat ve Emeklilik A.Ş. Başlangıç Katılım EYF	Qinvest	OKS	3.258.500	
NN Hayat ve Emeklilik A.Ş. Katılım Katkı EYF	Qinvest	Devlet Katkısı Fonu	0	<b>3.258.500</b>
NN Hayat ve Emeklilik A.Ş. Katılım Standart EYF	Qinvest	Katılım Standart Fon	0	
NN Hayat ve Emeklilik A.Ş. Altın EYF	Qinvest	Altın Fonu	0	
Cigna Finans Emeklilik ve Hayat A.Ş. Başlangıç Katılım EYF	Finans Portföy Yönetimi A.Ş.	OKS	710.286	
Cigna Finans Emeklilik ve Hayat A.Ş. Katılım Katkı Emeklilik EYF	Finans Portföy Yönetimi A.Ş.	Devlet Katkısı Fonu	0	<b>710.286</b>
Cigna Finans Emeklilik ve Hayat A.Ş. Katılım Standart EYF	Finans Portföy Yönetimi A.Ş.	Katılım Standart Fon	0	
Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş. Başlangıç Katılım EYF	Fiba Portföy Yönetimi A.Ş.	OKS	373.278	<b>373.278</b>
Groupama Emeklilik A.Ş. Başlangıç Katılım EYF	Ak Portföy Yönetimi A.Ş.	OKS	35.703	<b>35.703</b>
<b>Toplam faizsiz fon büyüklüğü</b>			<b>4.023.618.247</b>	



## 5.8.2 İslami Sigortacılık (Tekafül)

İslami sigortacılık, piyasada uygulanan sigortacılık anlayışından işleyiş olarak farklılık arz etmektedir. Konvansiyonel sigortacılıkta, sigortanın türüne göre toplanan fonlar hiçbir şekilde iade edilmemekte ve bu paralar tamamen şirkete kalmaktadır. Sigorta şirketi sigortalı varlığın zarar görmesi durumunda, sigortalının zararını karşılamak ile mükelleftir. Ayrıca sigorta şirketi tarafından toplanan fonlar faizsiz finans ilkelerine uygun olmayan finansal araçlarda değerlendirilebilmektedir. Bu alanda toplanan fonlar fazla olduğu için, kaynakların değerlendirilmesi sonucunda şirketler toplanan bu fonlardan çok fazla faaliyet dışı gelir elde edebilmektedirler.

Faizsiz finans ilkelerine uygun sigorta sistemini yani tekafül'ü tanımlayacak olursak; en kısa haliyle "İslami Sigorta" ya da "Faizsiz Sigorta" olarak tanımlanabilir. Tekafül sigorta sistemi olarak da bilinen bu sigortacılık türü, yardımlaşma veya karşılıklı sigorta şeklinde ifade edilmektedir. Yardımlaşma sigortası; değişik fertlerin birleşerek, içlerinden birinin maruz kalacağı felaketin hasarını tazmin etmek üzere yaptıkları bir yardımlaşmadır. Tekafül (takafül), sorumluluk paylaşımı esasıyla riskin belirli gruplar arasında dağıtılması mantığına dayanmaktadır.

Tekafül Sigorta Sisteminin temel ilkeleri şu şekildedir:

- Yardımlaşma unsurunun/amacının bulunması,
- Sermayedar ve sigortalılardan toplanan primlerin faizsiz finans araçları ile değerlendirilmesidir. Bu fonlar faizsiz para ve sermaye piyasalarının gelişmesine katkı sağlayacak kaynaklardır.
- Sigorta teminatı verilen konularda gayri ahlaki ya da meşru görülmeyen vb. iktisadi kıymetler için seçici davranılmalıdır. Her türlü varlık sigortalanmaz, örneğin domuz çiftliği veya içki üreten fabrika vb.

### Tekafül Sigortanın İşleyişi<sup>13</sup>

Tekafül sigorta, katılımcıların gönüllü katkı (teberru) ve karşılıklı yardımlaşma (teavün) esasları ile bir araya gelmesine dayanır. Geleneksel anlamdaki sigortacılıktan farklı olarak, belirsizlik ve kumarı kapsamaz.

Katılımcılar belirli bir risk için ödedikleri paralarla bir birikim fonu oluştururlar. Bu fon, riskin meydana gelmesi durumunda ilgili katılımcıya zararının karşılanması için finansman sağlar.

<sup>13</sup> <http://www.okanacar.com/2012/10/tekaful-takaful-veya-islami-sigorta.html>

Fondaki para miktarının yetersiz kalması durumunda, katılımcılardan ilave para alınır. Eğer fondaki para fazla gelirse, bu miktar katılımcılara iade edilir.

Tekâfül sigortada, katılımcılardan alınan paralarla oluşan fon ile tekâfül sigorta şirketinin sermayedarlarının paralarını yansıtan fonlar ayrı ayrı tutulur. Ayrıca, tekâfül sigorta şirketi tarafından faizsiz finans kuralları dışında bir finansal yatırım yapmaması gerekir.

Katılımcı, yıllık olarak önceden belirlenmiş belli tutarda parayı ödeyip, para üzerindeki mülkiyetini sürdürmekte, ancak belli süre için parasını kullanamamakta, kısa bir süre sonra, parasını birikmiş kâr ile birlikte çekebilmektedir. Burada katılımcı, parayı çekene kadar mudarabenin bir ortağı olmakta ve para tekâfül işletmesi tarafından değerlendirilmektedir. Toplanan primler bir havuzda toplanmakta ve havuz sanki bir şirket gibi yönetilmektedir. Hasar vb. sigorta karşılıkları ödendikten sonra kalan para, klasik sigortacılıkta hazine bonusu, devlet tahvili gibi finansal araçlarda değerlendirilirken, tekâfül uygulamasında ise faiz içermeyen finansal araçlarda değerlendirilerek paranın elde tutulmasından kaynaklanan maliyet giderilmekte ve dönem sonunda elde edilen kâr, sigortacı ve sigorta ettiren arasında paylaşılmaktadır.

Bu çalışma mantığı sebebi ile tekâfül sigortanın, kooperatif sigorta denilen sigortacılık türü ile çok benzer olduğu söylenebilir.

### **Tekâfül esasına dayanan üç temel sigortacılık modeli bulunmaktadır:**

**1) Kâr Paylaşımı (Mudharabah) Modeli:** Mudarebe ilkesinde, tekâfül işletmecisi bir girişimci gibi hareket edip, yatırımcılardan periyodik olarak katkı payları kabul etmekte, hasarlar için ödenen paralardan kalan artı paranın tekâfül işletmecisince yönetilen faaliyetlerden sağlanan kârın nasıl paylaşılacağını, sermayeyi karşılayan katılımcılar ve girişimci konumundaki tekâfül işletmecisi arasında belirli orana bağlı olarak belirlenmektedir. Bu model özellikle Asya'da, bilhassa Malezya'da uygulanmaktadır.

**2) Wakalah Modeli:** Daha çok Körfez ülkelerinde ve Orta Doğu'da uygulanan Wakalah modelinde, tekâfül sigorta şirketi bu hizmeti karşılığında katılımcıların ödediği paralardan belirli bir miktar yönetim ücreti kesintisi yapar.

**3) Kombine Model:** Melez bir model olarak hem kâr paylaşımı hem de Wakalah modelinin bileşenlerini içeren karma bir yapıya sahiptir.

Değişen koşullar altında tekâfülü de düşündüğümüz takdirde, üç tür tekâfül ürünü bulunmaktadır.

**Genel Tekafül:** Şirketlerin ya da bireylerin genel olarak karşılaştıkları yangın sigortası, işçi sigortası, emlak sigortası vb. riskleri kapsamaktadır.

**Aile Tekafülü:** Bireylerin ya da şirketlerin uzun vadede korunmasına yönelik olup, örneğin; sağlık planları, eğitim, kaza, evlilik, hac ve umre vb. işler için yapılmakta, vade tarihi 10 yıldan 40 yıla kadar değişmektedir.

**Retekafül:** Tekafül şirketlerinin, katılımcılarının zararlarını yüksek oranda karşılama talepleri riskine karşı, tekafül şirketlerine koruma sağlamaya yönelik olup, yaygın bir uygulaması bulunmamaktadır.

Türkiye’de ilk tekafül esaslı sigorta şirketi Neova Sigorta A.Ş. unvanıyla 2010 yılında faaliyete geçmiştir. 2015-2016 yılında iki firma daha bu alanda faaliyet göstermek için Hazine Müsteşarlığı’ndan izin almıştır. Bu sigorta şirketlerinin sayısı arttıkça toplanan fonlar da kat ve kat artacaktır. Firmaların çalışma ilkeleri gereği bu fonları faizsiz finansa uygun ürünlerde değerlendirmesinden dolayı, katılım bankalarının kullandığı finansal araçlarda derinlik ve çeşitlilik oluşacaktır. Firmaların nakit giriş ve çıkışlarından dolayı hem uzun vadeli hem de kısa vadeli kaynak tutmak durumundadırlar. Bu nedenle toplanan fonlar aylık katılma hesapları veya bir yıldan kısa vadeli kira sertifikası gibi finansal araçlarda değerlendirilebileceği gibi, girişim sermayesi fonları, gayrimenkul fonları, uzun vadeli kira sertifikaları gibi alanlarda da değerlendirebilme imkânları mevcuttur.

Şu aşamada bu tarz firmaların yaşadığı sıkıntılardan biri, cari bakiyeleri yüksek olan diğer firmalar gibi kasasındaki nakitlerini değerlendirememesidir. Sigorta firmaları haftalık hasar ödemelerinden dolayı belli bir tutar parayı bankada nakitte tutmak durumundadırlar. Hazırda tutulan bu para ile hasar ödemelerini karşılayabilirler ve diğer ödemelerini gerçekleştirerek nakit akış faaliyetlerini sürdürebilirler. Önceki bölümlerde değinildiği gibi katılım bankaları 30 günün altında müşterilerine bir ürün sunmadığı için, faizsiz esaslara göre çalışan firmalar gibi bu tür sigorta firmaları da hazırda tuttıkları paraları cari hesaplarda getirisiz bir şekilde bekletmek zorundadırlar. Böyle yaparak mali performanslarını düşürmektedirler ve firma kârlılığının olması gerekenden daha az çıkmasına neden olmaktadır. Caride tutulan paraların üç günlük veya bir haftalıkta olsa değerlendireceği ürünler olduğunda, hasar ödemesi yapılmaya veya nakit çıkışı olana kadar paralarını bu ürünlerde değerlendirerek faaliyet dışı gelir edeceklerdir. Bu kaynakları değerlendirebileceği alanlar ya yatırım fonları ya da kira sertifikası ürünleri olabilir. Kira sertifikası pazarı derin olmadığı için, alım-satım marjından kaynaklı üç ya da beş günlük getiri elde etme imkânı zordur ve her zaman risk unsuru taşımaktadır. Çünkü kısa süreli kazançlar maalesef alım-satım

marjına ve komisyonlara gidebilir. Yatırım fonları ile bu sıkıntının önüne geçilebilir. Tabi arka planda yatırım fonunu yöneten portföy yönetim şirketi fona kısa vadeli getiri verebilmesi için kira sertifikalarını likit hale getirmeli ya da uygun fiyat ile alıp-satmalıdır. Fon bu şekilde aktif çalışırsa, bu tür kısa vadeli kaynaklar fona yatırım yaparak fonun büyümesine, fonun büyümesi de kira sertifikası pazarının gelişmesine tetikleyici etken olacaktır.

Örneğin, 2013 yılında kira sertifikası tebliği yayınlanmasına rağmen, 2016 yılı itibari ile ikinci el kira sertifikası piyasasında derinlik oluşmamıştır ve istenilen düzeyde ihraçlar gerçekleşmemiştir. Bunun nedeni yeteri kadar talep olmaması, piyasanın yeteri kadar bilinmemesi ve yaygınlaşmaması nedeni ile, bu alanın çok sığ kalmış olmasıdır. Ayrıca ihraç sayısının az olması ve kira sertifikasına yatırım yapanlar, kira sertifikasını vadesine kadar ellerinde tutmaları ikincil piyasanın gelişmemesine neden olmaktadır (kira sertifikaları kapanın elinde kalıyor diyebiliriz). Katılım bankalarının, tekafül sigortası firmalarının ve faizsiz esaslara göre faaliyet gösteren portföy yönetim şirketlerinin sayısı ve bu firmaların işlem hacimleri arttıkça bu alanda genişleyecektir, gelişecektir.

Tekafül firmasının bu işten kazancını tahmini olarak hesaplırsak; küçük ölçekli bir sigorta şirketi topladığı fonları hasar ödemeleri ve diğer cari ödemeler nedeniyle 30 günün altında getiri elde edemediği için nakitte tutmaktadır. Bu paranın en kötü tahmin ile ortalama 20 milyon TL olduğunu düşünürsek, yıllık %10 yatırım fonu getirisinden dolayı firma atıl paradan iki milyon TL gibi esas faaliyeti olmayan bir alandan net getiri elde etmiş olacaktır. Bu tutar 50 çalışanlı bir firmanın personel giderlerinin bir kısmını karşılayabilir. Firmanın kârlılığında ilave katkı sağlayacağı içinde sektörün cazibesi artar ve 2016 yılında bir adet aktif olan tekafül firma sayısı çok daha fazla olabilir. Firma sayısının artışı sadece tekafül sigorta sektörüne değil kira sertifikası pazarına, hisse senetleri pazarına ve yatırım fonları sektörüne ilave katkı sağlayarak faizsiz finans alanının büyümesine de katkı sağlayacaktır.

## 6. VERİ VE YÖNTEM

---

Devletin 2009 ve 2010 yılında ihraç etmiş olduğu GES'ler (Gelire Endeksli Senetler) üç katılım bankası tarafından satın alınıp, bir katılım bankasının danışma kurulunun icazet vermemesi nedeniyle satın alınmamıştır. Devletin GES ihraçlarıyla birlikte katılım ticari bankalardaki gibi menkul kıymet işlemleri başlamıştır. Ancak daha sonradan danışma kurullarının GES'ler için verdiği fıkhi uygunluğu geri çekmesi nedeni ile, GES'ler faizsiz finansa uygun ürün olmaktan çıkmıştır. Böylece katılım bankalarında menkul kıymet işlemleri ve ihraçları tam olarak başlamadan sonlanmıştır (kısmı olarak yapılan hisse senetleri hariç). Ancak kira sertifikasının çıkması ve tüm katılım bankalarının bu ürünü fıkhen kabul etmelerinden sonra, ihraç ve işlemler tekrar başlamıştır. Yıllar geçtikçe bu ürün üzerinde ki ihraç sayısı ve işlem hacminin artması ile katılım bankalarının menkul kıymet stokları çok hızlı şekilde artış göstermiştir. Katılım bankaları, ticari bankalar ya da kira sertifikaları almak isteyen kurumlar veya kişiler, T.C. Hazinesi veya özel sektör tarafından ihraç edilen kira sertifikaları ihalelerine girip, aktiflerine kira sertifikası alabilmektedir (birinci el). Ülke içinde ihraç edilen kira sertifikaları BİST'te kote edildikten sonra Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasasında alınıp satılabilmektedir (ikinci el).

Katılım bankalarının bu piyasa ile tam bütünleşmesi sonucu konvansiyonel bankalarda olduğu gibi katılım bankalarında da menkul kıymet yatırımları artmakta ve daha da artmaya devam edecektir. Kurumlar ve kişiler de fon fazlası nakitlerini veya varlıklarını daha kârlı ve verimli kullanılabileceklerdir. Konvansiyonel bankalardaki menkul kıymet oranı 2012 yılında aktif toplamın %25'i, 2013 yılında %20'si, sonraki dönemlerde ise %15-20'i arasında seyretmiştir. Bankacılık sisteminde olması gereken düzeylere geldiği söylenebilir, zira bankaların asli işlevi kredi vermektir. Bu oran katılım bankalarında 2014 yılı için %5'lerde, 2016 yılı için %6-8'lerde seyretmiştir. Bu düşük oran katılım bankalarının nakitlerini daha efektif kullanılabilmeleri adına, ilerleyen yıllarda portföylerindeki kira sertifikaları oranının artacağına işaret etmektedir. Bununla ilgili olarak 2012 yılından katılım bankalarının TL cinsi menkul kıymet stokları, katılım bankalarının aktif büyüme oranları ve BİST'te ki menkul kıymet işlem hacimleri arasında lineer bir regresyon analizi yapılarak veriler test edilmeye çalışılmıştır. Menkul kıymet büyümesi ve aktif büyüklük büyümesi bağımlı değişken, kira sertifikaları işlem hacmi bağımsız değişken olarak analize konu edilmiştir. Aktif büyüklük verileri üç aylık bilançolar üzerinden artış oranları dikkate alınarak aylık baza indirgenmiştir. Katılım bankaların menkul kıymet alışları ise, devletin altı ayda bir kira sertifikası ihraç etmesi nedeni ile menkul kıymet stoklarında ki değişiklikler altı ayda bir büyük artış gösterecek şekilde olmaktadır. Analiz ile ilgili verileri ve regresyonun analiz sonuçlarını tablo 6.2'de bulabilirsiniz. Bu analiz sonucunda katılım bankalarının aktif büyüklükleri arttıkça menkul kıymet stokları artmakta ve buna bağlı olarak BİST'te ikinci el piyasada ki işlem hacmi artmaktadır. Menkul kıymet stoklarında değişiklik sabit kalmak şartı ile aktif büyüklük %1 arttığında, menkul kıymet işlem hacminde %3 artış öngörülmüştür. Aktif büyüklükte değişiklik olmazsa, menkul kıymetlerde %1'lik artış kira sertifikası işlem hacminde %1,2'lik azalış öngörülmüştür. Bu azalışın nedenleri ayarlı regresyonda ki bağımlı değişkenin bağımsız değişkeni anlatma oranında ki tahmin edilenden daha düşük oran olması nedenleri ile hemen hemen aynıdır. Ayarlı regresyon karesi 0,58 çıkmıştır, yani bağımlı değişkenin bağımsız değişkeni anlatma oranı %58'dir. İki bağımlı değişken ve bir bağımsız değişken arasında ki ilişki korelasyonunu aşağıdaki faktörlerin etkisi ile önemli şekilde bozulduğu söylenebilir.

Sektördeki bir katılım bankası ile ilgili yaşanan olumsuz gelişmeler, katılım bankaların aktif büyümesini toplamda çok yavaşlatmıştır ve artış hızında ciddi azalma görülmüştür. Sektör verilerinin incelendiği dönemde dört katılım bankasının olması ve aktif büyüklükte çok ciddi sorun yaşayan katılım bankasının sektörde %30 üzerinde pazar payına sahip olması, hesaplanacak tüm istatistiksel verilere olumsuz sonuç olarak yansımıştır. Aynı şekilde katılım bankalarının aktiflerinin azalması yatırım yapılabilir fon miktarını azalttığı için, kira sertifikası ağırları da azalmıştır. Dolayısıyla sektörde çok hızlı büyüyen BES kaynaklı yatırım fonlarının

kira sertifikası alımları bile menkul kıymet arzını bu olumsuz faktörden dolayı arttıramamıştır. Ayrıca katılım bankalarının Borsa İstanbul'da kira sertifikası işlemi yapabilmesi için SPK'dan yetki belgesi alması ve Borsa İstanbul'a üye olmaları gerekmektedir. 2015 ortalarında katılım bankaları bu piyasada henüz doğrudan işlem yapamamaktadır. Ayrıca kira sertifikaları ile ilgili sistemsel alt yapının da analizin yapıldığı 2015 tarihi itibarı ile henüz kurulamaması ve tanıtımının yapılmaması nedeniyle müşterilere doğrudan bu ürünün satışı olmamıştır. Mevcut kira sertifikası satışları aracı kurumlar üzerinden olmaktadır. Kira sertifikaları genellikle katılım bankaları ve emeklilik fonları portföyünde toplanmıştır. Emeklilik fonları kira sertifikalarını vadelerine kadar elinde tutarken, katılım bankaları Merkez Bankası ile yapılan API işlemlerinde kullanılmaktadırlar. Bu nedenlerden dolayı ikinci el piyasada ki kira sertifikası işlem hacmi istenilen düzeyde artmamıştır. Bunlara ilave olarak kira sertifikalarının mevcut katılma hesaplarına alternatif bir ürün olması nedeni ile aktif tanıtım ve pazarlama yapılmadığından, ürünün bireysel satışı pek mümkün kılınmamaktadır.

Piyasadaki bu olumsuzlukların giderilmesi ile menkul kıymet stoklarının artacağı ve ticari bankalar kadar olmasa da, ticari bankalardaki seviyelere yaklaşacağını yapılan analiz ve testler sonucunda rahatlıkla ifade edebiliriz. Daha da önemlisi katılım bankalarının müşterilere kira sertifikası alım-satım alt yapısını bitirmesi, MKK, Takasbank, SPK gibi yasal üyeliklerin ve izinlerin alınması, faizsiz fonların daha da artması ve hacimsel büyümesi ile beraber kira sertifikaları hacminin büyüyeceği ve işlem hacminin daha çok sonucunu çıkarabiliriz.

Tablo 6.1: Katılım bankaları verileri

Yıl	Ay	Aktif Büyüklük (milyon TL)	Menkul Kıymetler (YP hariç) (milyon TL)	Kira Sertifikası İşlem Hacmi	
2012	10	66.788	1.707	9.737.801	
	11	68.538	1.707	9.171.494	
	12	70.280	1.707	4.693.706	
	1	71.780	2.530	6.802.076	
	2	73.300	2.530	11.917.013	
	3	74.820	2.530	15.172.759	
2013	4	77.570	2.520	26.466.343	
	5	80.320	2.520	56.683.159	
	6	83.047	2.520	25.685.532	
	7	85.600	3.415	17.280.599	
	8	88.120	3.415	31.143.915	
	9	90.765	3.415	17.821.115	
	10	92.765	3.410	13.466.284	
	11	94.800	3.410	28.523.417	
	12	96.074	3.410	15.440.464	
	1	95.900	4.088	23.904.573	
	2	95.700	4.088	69.741.074	
	2014	3	95.551	4.088	64.484.605
4		97.000	4.071	22.973.431	
5		98.600	4.071	54.268.223	
6		100.398	4.071	56.216.660	
7		101.200	4.085	47.401.929	
8		102.000	4.085	64.565.006	
9		102.591	4.085	39.395.880	
10		103.100	3.858	78.962.169	
11		103.700	3.858	53.863.465	
12		104.162	3.858	29.039.589	
2015		1	105.200	3.778	47.977.721
		2	106.335	3.767	62.934.579

\*Katılım bankaları bilançolarına aylık ulaşamadığı için, üç aylık bilançolar üzerinden aylık bölünmeye giderek tahmini büyüme oranları bulunmuştur.

\* Veriler BDDK'nın resmi internet sitesinden temin edilmiştir.



**Tablo 6.2: Analiz sonuçları**

<b>Regresyon İstatistikleri</b>					
Çoklu R					0,781016799
R Kare					0,609987241
Ayarlı R Kare					0,57878622
Standart Hata					0,490899897
Gözlem					28

<b>ANOVA</b>					
	<b>df</b>	<b>SS</b>	<b>MS</b>	<b>F</b>	<b>Anlamlılık F</b>
Regresyon	2	9,422536431	4,711268215	19,55023349	0.00
Fark	25	6,02456771	0,240982708		
Toplam	27	15,44710414			

	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Düşük %95.0	Yüksek %95.0
Kesişim X	-0,07634	0,24824	-0,3075	0,76	-0,58762	0,43493	-0,58762	0,43493
Değişk. 1-Aktif Büy X	3,86975	0,72121	5,3656	0,00	2,38438	5,35511	2,38438	5,355119
Değiş. 2-Men. Kıy.	-1,21912	0,84732	-1,4387	0,16	-2,96421	0,52596	-2,96421	0,525968

## 7. SONUÇ

---

Bankacılığın ana çalışma esaslarına baktığımızda, asıl işlevlerinin müşterilerden toplanan fonların kredi olarak kullanılmasıdır. Ancak bankalar topladıkları fonların hepsini olası likidite sıkıntısı, piyasa riski, munzam karşılığı gibi çeşitli nedenlerden dolayı kredi olarak kullanmazlar. Bu nedenlerden dolayı toplanan fonların belli bir kısmı ekonomik konjonktür durumuna göre bu oran değişse de, banka bünyesinde kalmak zorundadır. Olumsuz piyasa şartlarında, olumlu piyasa şartlarına göre daha yüksek tutarda bir fonun bankada kalması tercih edilir. Banka bünyesinde likit kalan bu fonlar, hazine birimleri tarafından çeşitli yöntemler ile değerlendirilerek bankanın nakitleri yönetilir. Nakit yönetimi yapmanın yanında bankanın kârı da bu işlemler ile arttırılmaya çalışılır. Bankalarda ki fon miktarı büyüdükçe hazine kontrolünde ki fon miktarı da hemen hemen aynı oranda büyümektedir. 2002 yılında bankaların toplam aktifleri 212 milyar TL iken, 2016 yılı itibari ile bankaların toplam aktifleri 2.5 trilyon TL'yi aşmıştır. Aktif büyüklükte ki on kattan daha fazla büyüme, bankaların hazine kontrolünde ki fonların da 5-6 kat büyümesine etki etmiştir. Dolayısıyla hazine birimlerinin bu fonlardan elde edeceği kâr, bankalar için çok önemli hale gelmiştir. Buralardan elde edilecek kârlar, bankaların şubelerde kullanılabileceği kredi oranlarına, toplayacağı mevduat oranlarına kadar hemen hemen bankanın her tarafına doğrudan etkisini gösterecektir.

Enflasyonun yüksek olduğu 2000 yılından önce bankalar kredi kullanılmak yerine, devlete borç para vererek bankacılık faaliyetini yerine getirmekteydiler. Banka bilançolarındaki menkul kıymet

oranı, yani bir nevi devleti fonlama oranı %50-60'larda seyretmekteydi. Bu yönüyle hazine birimleri banka yönetiminde çok aktif durumdaydılar ve büyük bir etkiye sahiptiler. Enflasyonun yıllar itibarıyla kademeli olarak düşmesi sonucu, bankalarda gerçek bankacılık işlemlerine geri dönüş yapmış ve topladıkları fonları kredi olarak vermeye başlamışlardır. Bankaların asli işlevlerine dönmesi ile beraber bankalarda ki menkul kıymetlerin aktif büyüklüğe oranı %50-60'lardan, %15-20 seviyelerine gerilemiştir. Yani bankalarda hazine birimlerinin fon yönetiminden aldığı pay, banka bilançosu bazında oransal olarak yaklaşık üç kat azalmıştır. Ancak 2002-2016 yılları arasında banka aktiflerindeki on kattan fazla büyüme, hazine kontrolündeki fonlarda oransal bazda azalmaya neden olsa bile, hazine yönetiminde ki fon miktarında kat ve kat artış sağlamıştır. Banka hazine birimlerinin 2000'li yıllarda yönettiği fonlar 100-120 milyar TL iken, 15 yıl sonra bu miktar yaklaşık 400-500 milyar TL'ye ulaşmıştır. Bankalar asli işlevleri olan kredi kullandırma faaliyetine dönerken, hazine kontrolünde ki fon miktarı banka bilançolarında ki oransal azalmaya rağmen bankaların istikrarlı büyümesi nedeniyle azalmamış, bilakis çok daha fazla büyümüştür. Böylece bankalar hem devleti daha fazla miktarlarda fonlama imkânına kavuşmuş hem de kurumsal, ticari, bireysel alanlarda kredi verme işlemlerini yoğunlaştırmışlardır.

Hazinede kalan, kredi olarak kullanılmayan likidite amaçlı atıl fonların kaynağının müşteri mevduatları olması göz önüne alınırsa, bu fonların yanlış veya daha düşük oranlarla yönetilmesi sonucu oluşacak düşük kâr, bankanın fon kullandırma ve fon toplama faaliyetlerine de olumsuz yansıtacaktır. Hazinesinin fon yönetimini piyasa şartlarına göre efektif yapamaması, kredi kullandırmada yüksek oranlar vermesine, fon toplamada ise kâr elde edemediği için düşük oranlar vermesine yol açabilecek, bankanın rekabet gücünü kıracaktır. Bankanın mevduat toplayamaması, kredi kullandıramaması, bankanın diğer faaliyetlerine de sirayet ederek rekabet gücünün azalmasına sebep olabilecektir. Hazinesinin atıl fonları daha kârlı bir şekilde değerlendirmesi, müşterilerden daha yüksek oranlarda fon toplayabilme, daha düşük oranlarda kredi verebilme imkânını sağlayacaktır. Her ne kadar günümüzde bankacılık sektöründe hazine birimlerinin banka bilançolarındaki oransal büyüklüğü azalsa da, tahvil-bono işlemlerinin, türev ürün sayısının, türev ürünlere olan ihtiyacın ve talebin artmasından dolayı hazine birimlerinin öneminin devam etmesi, hatta artması beklenebilir.

Bankalarda ki bu büyüme ile beraber, hazine birimlerinin yapmış olduğu tahvil-bono işlemleri artmış ve bankaların sermaye piyasalarındaki payı da bu sayede artmıştır. Yeni dönem ile beraber bankalar özel sektör tahvil ihraçları yaparak sektörde ki payını ve etkisini daha da çok arttırmış, konumunu daha da güçlendirmiştir. Bankaların tahvil-bono piyasası yani sabit getirili menkul kıymetler piyasasında aktif olmasının ana nedeni, SPK'nın bankalara bu alanda doğrudan işlem yapma yetkisi vermesinden kaynaklanmaktadır. Bu durum hisse senetleri işlemleri için geçerli değildir, zira bankalara hisse senetleri işlemlerinin doğrudan aracılık yapma izni verilmemektedir. Hisse senedi işlemlerini kendi iştirakleri olan aracı kurumlar üzerinden yaptıkları için, banka bünyesinde hisse senedi işlemleri doğrudan yapılmamaktadır, ancak aracı kurum aracılığıyla kendi sistemleri üzerinden yapılabilmektedir.

Banka hazinelerinin para piyasalarında likidite yönetme işlevinin yanında döviz işlemleride bulunmaktadır. Bu tür işlemler bankaların müşterilerine sunmuş olduğu çok önemli hizmet kalemlerinden biridir. Döviz işlemleride merkezi olarak hazine birimleri tarafından yönetilir. Müşterilerine döviz alım-satım ile döviz ve emtiaya dayalı forward, FX swap gibi her türlü hizmeti sunmaya çalışırlar. Ekonominin büyümesi, ithalat ve ihracatın artması, yabancı fonların ülkeye girmesi ile beraber döviz ile dövize dayalı türev ürünlerin işlem hacimleri ve bu işlemlerden kaynaklanan kârlarda banka bünyesinde artış göstermiştir.

Yukarıdaki konvansiyonel bankalar için anlatılan durumu katılım bankaları içinde değerlendirecek olursak; Katılım bankalarının asli işlevi, katılım hesapları vasıtası ile topladıkları fonları ticaretin finansmanında kullanmaktır. Bu nedenden dolayıdır ki, kuruluşlarından itibaren fon kullandırımın katılım bankaları bilançosu içinde ki payı %70'ler seviyesinde seyretmiştir. Yüksek enflasyon dönemlerinde olsa dahi katılım bankaları çalışma ilkeleri gereği tahvil-bonoya yatırım yapmamaktadır. 10-15 yıl öncesine göre katılım bankacılığının hem finans sektöründen çok küçük pay alması, hem de aktif büyüklük olarak çok küçük olmalarından dolayı, banka içinde hazinenin etkisi ve önemi çok azdı. Sermaye piyasalarında ise hemen hemen hiç yer almamaktaydılar. Hazine tarafından yapılan işlemler, kendi çalışma ilkeleri doğrultusunda mal murabahası, FX swap gibi belli başlı ana ürünler üzerine yoğunlaşmıştı ve işlem hacimleri de göreceli olarak çok küçüktü. Katılım bankalarının aralıksız olarak çok hızlı büyümesi sonucu, toplam aktifleri son on yılda on kattan daha fazla artarak dokuz milyar TL'den 100 milyar TL'yi aşmıştır. Konvansiyonel bankalar gibi, katılım bankaları da bankacılık faaliyetleri idame ettirilebilmeleri ve çeşitli risklere karşı ihtiyatlı olabilmeleri için, topladıkları fonların hepsini kredi olarak vermemeleri, belli kısmını ihtiyatlılık, likidite riski gibi nedenlerden dolayı bir kenara ayırmaları gerekmektedir. Katılım bankalarının geçmiş yıllara göre bilanço içinde ki fon kullandırım payı %70'lerden %60'lara kadar düşse de, aktif büyümede ki artış nedeni ile, kenara ayırdıkları fon miktarı çok yüksek boyutlara ulaşmıştır. Böylece katılım bankalarının hem oransal bazda hem de miktar bazında hazine yönetiminde toplanan fonların payı artmıştır. Bu yüksek artış nedeniyle hazine işlemleri de ticari bankacılıkta olduğu gibi çok önemli hale gelmiştir. Dolayısıyla hazinenin burada fonları yönetme ve kullandırma biçimleri önem kazanmıştır. Bu hızlı büyüme ve öneme binaen katılım bankaları yeni ürünlere ihtiyaç duymuştur ve duymaya devam etmektedir. Farklı arayışlar sonucunda katılım bankalarında önemli bir yere gelen ve katılım bankacılığı sistemini çok etkileyen, çok farklı yönleri ile kullanabilecekleri kira sertifikası ürününe kavuşmuşlardır.

Kira sertifikası ve buna dayalı ürünlerin geliştirilmesi ile katılım bankaları likidite ve hazine yönetimini biraz daha etkin hale getirmiş olsada, ticari bankalarda olduğu gibi çok sayıda ürün gamına sahip olmadığı için likiditesini hala çok etkin yönetememektedir. Ayrıca kira sertifikalarının hazine içinde ki payının artması ve kullanılan kira sertifikalarının işlevi itibari ile sabit getiriye dayalı olması, fon yönetimi açısından hazine biriminin işini kolaylaştırmıştır. Zira hazine tarafında fonların rekabetçi olmayan fiyatlarla yanlış yönetilmesi, ticari bankalarda olduğu gibi direk banka kârına ve bankanın fon kullandırım oranlarına olumsuz etki etmesi söz konusu olacaktır. Bankacılığın çalışma koşulları gereği, ihtiyaç halinde elinde ki varlıkları hemen nakde

döndürebilecek ama bunu yaparkende eldeki fonların atıl tutmasının önüne geçebilecek kira sertifikaları bulunmaz nimet gibidir. Bu sebeple birebir olmasada, kira sertifikalarının bankalarda ki tahvil-bononun işlevini gördüğünü söyleyebiliriz. Şöyle bir matematiksel hesap yapacak olursak; Piyasada ki katılım bankalarının aktif büyüklüğünün 120 milyar TL, ortalama %10 münzam karşılık ve ortalama %20'de hazine kontrolünde ki fonlar olduğunu düşünürsek; Hazine birimlerinin yönetmiş olduğu fon büyüklüğü 24 milyar TL gibi bir rakama dayandığını dile getirebiliriz. Piyasadaki getiri oranlarının 2016 yılı itibari ile ortalama %9 olduğunu farzederseniz, bu 20 milyar TL'nin atıl yani boşta kalması, 1.8 milyar TL gibi olası alternatif kâr/maliyet etkisi oluşturur (dört milyar TL'nin müşteri ihtiyaçları, ani çıkışlar, şube kasalarında kalan nakit olduğunu düşünürsek). Ya da piyasada ki bankaların kullanmış olduğu ortalama getiriye göre %1 daha az getiri oranı ile değerlendirilecek olurlarsa, yıllık 180 milyon TL'lik bir getiri elde edememe sözü konusu olacaktır. Bu elde edilemeyen getiriler sonucu katılım bankalarının maliyetleri artacak, maliyet artışı sonucu şubelerinde ki fon kullandırma oranlarını arttırma veya katılma hesaplarına daha düşük kâr payı verme ile yüzyüze kalacaklardır. Birçok müşteri yüksek maliyetler ile fon kullanmayı veya düşük kâr payı almayı tercih etmeyeceği için katılım bankaları yeteri kadar hızlı büyüemeyecektir. Ya da bu sistemi kullanmak isteyen muhafazakâr kesim, istemeden de olsa maddi olarak bu durumdan zarar görmüş olacaktır. Bu nedenlerden dolayıdır ki katılım bankaları esnek ve derinliği olan, likiditesini kolay yönetebileceği ürünlere ihtiyaç duymaktadır. Bu çerçevede katılım bankaların yurtdışında yaptığı mal murabahası işlemleri yerine kira sertifikasına dayalı işlemleri yapması, hem kendi hem de ülke menfaatine olan bir durum olarak görülmektedir. Katılım bankalarının hazine bünyesinde çok aktif şekilde kullanmış olduğu gerek mal murabahası, gerek FX swap ürünü, gerekse kira sertifikaları sabit getiri amaçlı, likidite riskinin önüne geçmek ve atıl kalan fonları değerlendirmek için kullanılan ürünlerdir. Topladığı fonların hepsinin kredi olarak verilemeyeceğinden, kimin ne zaman fon kullanacağı, kimin ne zaman parasını çekeceği bilinmediğinden katılım bankaları için maslahat yani zorunlu ürünler haline gelmiştir. Bu ürünlerin kullanılmaması katılım bankacılığı için kaçınılmaz bir hal almıştır.

Ancak burada katılım bankalarının diğer bankalardan ayrıştıracak bir yapının ortaya çıkması önem arz etmektedir. Eğer Malezya'daki gibi sabit getiri ihtimali söz konusu olmaması gereken muşareke, mudarabe gibi tüm sukuk türlerinin sabit getiriye endekslenmesi, hazinenin ya da İslami bankaların işini kolaylaştırırken, İslami bankacılığı ya da Türkiye'de ki adıyla katılım bankacılığını daha çok tartışılmalı hale getirmesi yüksek bir ihtimal dahilindedir. Piyasaya gelen ve gelecek olan yeni sektör oyuncularını ile beraber, bu durumun kararı verilecek ve sektör şekillenecektir. Piyasa oyuncularını, bu sistemi Malezya gibi esnek bir yapıya mı sürükleyecek, yoksa Ortadoğu gibi katı bir yapıya mı? Ama her halükârda İslami değerleri bozmadan, ilkeler dışına çıkmadan, finans sektörünün gelişmesi, ülke ekonomisinin gelişmesine çok büyük katkı sağlayacaktır.

Günümüz ekonomisinde finans olmazsa olmaz sektör haline gelmiştir. Finans sektörünü insan vücudunda damarlara kan pompalamaya yardımcı olan kalp kapakçıklarına benzetebiliriz. Eğer bu kan vücuda pompalanmaz ise, kalp krizi olur ve insanın yaşamını yitirmesi büyük olasılık dahilindedir. Finans sektöründe de bu kalp kapakçıklarına benzetilebilir. Eğer finans sektörü

piyasaya yeteri kadar fonlama yapamazsa, piyasada tıkanıklık oluşur ve bu sıkışıklık ülkenin krize girmesi veya ekonominin olumsuz etkilenmesine yol açabilir. Ülke ekonomisinin kontrolü için, ilkelerimizin örtüştüğü finans kuruluşlarının faaliyetleri önem arz etmektedir. Burada katılım bankacılığına çok büyük görev düşmektedir, geliştirilen sukuk ve sukuka dayalı ürünler ile de faizsiz bankacılığın gelişimine katkı sağlanacaktır.

Katılım bankalarının ticari bankalardan işlevsel farklılık olarak, katılım bankalarının müşareke veya mudarabe gibi ortaklığa dayalı kira sertifikası çıkarabilmeleridir. Ancak bu tarz ürünlerin takibi ve banka bilançosuna işlemesi zor olacağı için, girişim sermayesi bölümünde anlatılan girişim sermayesi fonlarına yatırım yapılabilir. Böylece katılım bankaları müşareke ya da mudarabeye benzer bir fon kullandırmış olacaklar, topladığı fonlarda ticari alanlara yönlendirilebilecektir. Bankalar, bu tarz fonları gerektiğinde likidite etmek amacı ile de kullanabilir. Bu tarz fonların piyasada gelişmesi ile fonların çok daha kolay nakde dönebileceği aşikârdır. Böylece hazine yönetiminde ki atıl fonlar, bu tür girişim sermayesi fonları ile değerlendirilebilir hale gelir, hatta toplanan fonların müşterilere kredi verme yerine, bu tarz yatırım fonlarına yatırım yapılarak firmaların yani ticaretin finansmanı sağlanabilir. Katılım hesapları havuzlarına murabaha ürününün yanına, bu tarz ürünlerde konularak karma ya da ayrı bir havuz oluşturulabilir. Katılım havuzlarının kârlarının bir kısmı burada ki kaynaklardan gelmesi sağlanabilir. Katılma havuzları asgari bir ay vadeli olduğu için girişim sermayesi fonları da asgari ayda bir defa değerlendirilmek zorunda olacak. Tabi bu yapının işleyebilmesi için bu tarz fon piyasasının çok gelişmesi ve derinleşmesi gerekmektedir.

Döviz işlemleri de ekonominin gelişmesi, ithalatın ve ihracatın artması gibi reel nedenler dolayısıyla, diğer bankalarda olduğu gibi katılım bankalarında da artmıştır. Ancak çalışma ilkeleri gereği opsiyon, futures (ileri vadeli sözleşme) gibi türev ürünler, katılım bankaları bünyesinde yapılmamaktadır. Forward ve swap ürünü ise belli kıstaslar doğrultusunda kullanıldığı için diğer bankalarda olduğu gibi yaygın ve hacimli olarak değil, çok kısıtlı olarak ihracat-ithalat işi ile uğraşan firmalar veya döviz büroları ile yapılmaktadır (banka hazinesi kendi işlemleri için yoğun şekilde yapmaktadır). Gerçekçi bir ekonomiye dayanmayan, riskten korunma amaçlı yapılmayan türev ürünlerin bu sistem içinde yapılması, sistemi tartışmalı hale getirmektedir. Kaldı ki riskten korunma amacı ile yapılan birçok uygulamaya bile sektörün danışma kurulları icazet vermezken, bu ürünlerin sektör oyuncuları tarafından şu aşamada olmasa bile ileride yapılması sektörü geliştirmekten öte, daha tartışmalı hale getirmesi söz konusu olabilir. 2008 yılında yaşanan ekonomik buhranın ana nedenlerinden birisinin bu tarz ürünler olduğunu düşünürsek, İslami bankacılığın ne kadar sağlam zeminlere dayandırıldığıının ve dayandırılması gerektiğinin güzel bir göstergesi olacaktır.

Katılım bankalarında sermaye piyasaları boyutunu değerlendirecek olursak; Kira sertifikalarının piyasaya gelmesi ile katılım bankaları bu piyasada derinliğini arttıracak ve bankalar kadar olmasa da borçlanma araçları piyasasında yerini alacak ve biraz daha aktif olacaklardır. Burada katılım bankalarının ticari bankalardan ayrışıp, projeye ve üretime dayalı kira sertifikaları çıkartmaları, bu

sistemin bankacılık sektöründen keskin bir şekilde ayrışmasını sağlayacaktır. Tabii öncelikle bu projelere yatırım yapabilecek kâr-zarar riskini üstlenebilecek yatırımcıların da olması gerekmektedir. Sonuç olarak sadece sektör oyuncularını ve yöneticilerini değil, sektörün yatırımcılarını da katılım bankacılığı/faizsiz finans ürünlerine ve katılım bankacılığı yapısına yön vermektedir. Yatırımcı uzun vadeli katılma hesabı veya müşareke-mudarabe sukuk gibi ürünler istemediği sürece, bu tarz ürünlerin sektör içinde gelişmesi çok zor gözükmemektedir.

Katılım bankalarında ki hisse senetleri işlemlerine değindiğimizde, durum biraz farklılık göstermektedir. BİST'te işlem gören 420'ye yakın hisse senedinin ortalama olarak 100-120 hisse senedi danışma kurullarının belirlediği kriterlere göre faaliyet gösteren ya da finansal oranlarına uyum sağlayan firma hisselerinden oluşmaktadır. Sektörün toplam işlem hacmine baktığımızda ise, işlem hacminin yaklaşık %30'u (2017 itibarı ile) banka hisse senetleri üzerinden dönmekte, diğer hisse senetlerinde ise işlem hacmi ve derinlik noktasında çok sığ kalmaktadır. Bu veriler, BİST Pay piyasasında bankalar ve az sayıda büyük ölçekli reel sektör firmaları haricinde derinlikli bir piyasaya sahip olunmadığını göstermektedir. Hali hazırda BİST pay piyasası dünyadaki gelişmiş borsalar ile karşılaştırıldığında çok küçük kalmaktadır. Bunlara ilave olarak borsada işlem gören hisse senetlerini ayrıca başka kriterlere daha tabii tutunca, faizsiz finans alanında alım-satıma konu işlem alanı iyice daralmaktadır. Katılım bankalarının bu piyasada daha etkin olabilmesi için piyasadaki İslami esaslara uygun hisse senetleri sayısının artması ve bu hisse senetlerinin muhakkak surette gelecek vaad eden şirket hisse senetlerinden oluşması gerekmektedir. Geçmiş yıllarda olduğu gibi halka arz seferberliği kapsamında ihraç edilen firmaların, yatırımcılarını çok büyük hayal kırıklığına uğratması, yatırımcıyı piyasaya çekmek yerine bilakis uzaklaştırmıştır. Piyasada yaşanmış çok fazla sayıda olumsuz örnek olması, piyasaya güvenide sarsmıştır. Örneğin, borsa 50.000'de iken halka arz edilen 55-66 firmanın hisse fiyatları, borsa 90.000'e geldiğinde halka arz fiyatlarının çok aşağısında alınıp satılıyorsa ya da borsa 90.000'den aşağı geldiğinde daha çok düşüyorsa ve bu durumda ki firma sayısı, ihraç edilen bu 55-60 firmanın büyük çoğunluğunu oluşturuyorsa, durumun çok olumsuz yönde vahametini ortaya koymaktadır. Burada borsamız ve sermaye piyasalarımız niye gelişmiyor diye sormak yerine, mevcut piyasa verilerine baktığımızda, sorunun çok anlamsız kalacağını göreceğiz. Burada piyasa düzenleyici kuruluşlara daha çok iş düşmektedir. Mevcut koşullarda katılım bankaları bu piyasada çok küçük oyuncu olarak kalmaya devam edecektir. Bu olumsuzluk girişim sermayesi çatısı altında kurulacak fonlar veya şirketlerle, gayrimenkul fonları ve kira sertifikaları ile değişebilir ve geliştirilebilir.

Yatırım fonlarının faizsiz finans sistemine girişi 5-6 yıl öncesine dayansa da, asli olarak 2016 yılı itibarı ile faizsiz finansla girmeye başladığını ve bu alanda daha yeni olduğunu dile getirebiliriz. Ama bu alan faizsiz finansı diğer yapılardan daha çok ayıracak kısımdır. Zira konvansiyonel tarafta yer alan yatırım fonları nakit paraları değerlendirmeye yönelik kısa vadeli fonlardır. Katılım bankalarının bu yapı dışına çıkıp kendi özünü yansıtabilecek ürünler ve girişimler için elini taşın altına koyması gerekmektedir. Aynı durum mudiler içinde geçerlidir. Yatırımlarını riskten ve ticaretten uzak alanda değil, ticaretin içinde olabilecek girişim sermayesi fonları gibi alanlarda



değerlendirmelidirler. Devletinde bu alanda girişim sermayesi fonlarına cüzi oranda olsa yatırım yaparak teşvik sağlaması gerektiği düşüncesindeyim. Zira küçük, emekleme aşamasındaki her endüstri devlet tarafından desteklenmedikçe büyüyemez. Devletin faizli-faizsiz ayırımına gitmeden bu şekilde kurulmuş yapıları desteklemesi gerekmektedir.

Katılım bankalarının sermaye piyasaları alanındaki yerini faizli kurumlarla kıyaslamalı 2017 Temmuz ayı rakamları ile toplu olarak değerlendirdiğimizde :

- Kira Sertifikaları pazarında asıl oyuncu devlet olup, dolaşımdaki yurtiçi kamu kira sertifikası büyüklüğü yaklaşık 11 milyar TL iken, yurtdışı kamu kira sertifikası büyüklüğü 6 milyar Dolar'dır. Devletin yurtiçinde dolaşımdaki tahvil ve hazine bonosu büyüklüğü 500 milyar TL olduğu düşünüldüğünde kira sertifikası borçlanması çok düşük kalmaktadır. Yurtdışı Eurobond borçlanması ise 43 milyar Dolar ve 6,5 milyar Euro olmak üzere toplam 50 milyar Dolar'dır. Yurtiçi özel sektör kira sertifikası ihraçları yaklaşık 2 milyar TL olup, bu ihraçların %80'i nitelikli yatırımcıya yapıldığı için borsada sadece nitelikli yatırımcılar arasında işlem görmektedir. Hemen hemen hepsi de kaynak kuruluşu katılım bankası olan kira sertifikalarıdır. İkinci eldeki kira sertifikası pazarında işlemler çok sığdır ve işlem hacminin derinleşmesi gerekmektedir. Aksi halde alım-satım arasındaki fiyat farkı yüksek olmaktadır. Faizli tarafta özel sektör borçlanma araçlarında yaşanan sorun nedeniyle bu alandaki finansman bonusu, banka bonusu veya reel sektör tahvil ve bonoları fazla büyüme kaydedememiştir. Dolaşımdaki özel sektör borçlanma araçları büyüklüğü yaklaşık 50 milyar TL'dir.
- Faizsiz yatırım fonları büyüklüğü yaklaşık 400 milyon TL olup bu fonların yaklaşık %40'ı Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş. iştiraki olan KT Portföy tarafından yönetilmektedir. Temmuz 2017 itibarı ile TEFAS'ta (Türkiye Elektronik Fon Alım-Satım Platformu) işlem gören katılım esaslı 36 adet yatırım fonu olup bunların büyüklüğü 240 milyon TL'dir. Piyasadaki yatırım fonlarının büyüklüğün yaklaşık 45 milyar TL olduğunu dikkate alınırsa, faizsiz fonların bu alanda %1 bile pay alamadığını ifade edebiliriz. Ayrıca faizli taraftaki fonların yaklaşık %80'i para piyasası ve kısa vadeli tahvil bono fonuna dayanmaktadır.
- BES fonları asli olarak finansal piyasalarda ve özellikle de sermaye piyasası alanında aktif olarak işlem yapmaktadırlar. Buradaki fon büyüklüğü %25 devlet teşviki ile 70 milyar TL'yi aşmış olup, bunların içinde faizsiz fonların büyüklüğü yaklaşık 4.5 milyar TL gibi ciddi seviyelere ulaşmıştır.
- BES faizsiz fon pazarında Pazar payı % 6 gibi yüksek seviyelere ulaşmışken, yatırım fonları alanında %1'in altındadır. Kira sertifikası pazarında ise toplam borçlanma pazarı içindeki payının %2'nin altında olduğunu belirtebiliriz. Hisse senetlerinde ise Pazar payını, işlem hacmi veya şirketlerin piyasa değerleri olarak iki farklı kısımda analiz edebiliriz. Hem işlem hacmi hem de hisse büyüklükleri noktasında bankalar Borsa'da oldukça baskın durumdadırlar.

2017 yılı itibari ile BİST'in günlük işlem hacmi ortalama 4.5 milyar TL olmuşken, bankalar bu işlem hacminin yaklaşık %25'ini gerçekleştirmiştir. Piyasa değeri olarak ise yaklaşık %30'unu oluşturmaktadır. Piyasada işlem gören 820 milyar TL (17 Temmuz 2017) piyasa değerine sahip 413 hisse senedinden faizsiz kriterlere uyanların sayısı 120'nin altına düştüğü dikkate alındığında katılım bankaları için oyun alanı iyice daralmıştır. Ayrıca uygun olan bu hisse senetlerinin piyasa değerleri toplam piyasa değerinin %15-20'sini oluşturduğu dikkate alındığında katılım bankaları için bu alanın çok sığ kaldığı açıkça görülmektedir.

- Piyasada müşterilere satılmış faizsiz finans prensiplerine uygun gayrimenkul veya girişim sermayesi fonu bulunmamaktadır. İlerleyen zamanlarda kurulması beklenmektedir.

Yukarıda tek tek tanımlamasını yaptığımız faizsiz enstrümanların piyasa verileri kümülatif şekilde dikkate alındığında tüm sektör içindeki payının oldukça küçük kaldığını dile getirebiliriz. Bu payın çok fazla artması gerektiği aşikârdır ve gidilecek daha çok yolun olduğunu göstermektedir.

Ayrıca, 2017 yılında Otomatik Katılım Sistemi'nin (OKS) bireysel emeklilik sistemine dahil olması ile beraber, OKS'de biriken paraların %61'i faizsiz emeklilik yatırım fonlarına girmiştir. Buradan şu mesajı çıkarmamız mümkündür; Sermaye piyasalarına uzak olan ciddi bir kesim vardır ve bu kesim tasarruflarını sermaye piyasalarına yöneltmek durumunda kaldığında, büyük kısmı katılma esaslı faizsiz emeklilik fonlarını tercih ettiği görülmüştür. Dolayısıyla bu kesimi buraya çekebilmek ve bu alanda tutabilmek için hem getiri hem de yapı olarak hitap edebilecek yatırım araçlarına ihtiyaç duyulmaktadır. Yukarıda madde olarak sayılan alanların faizsiz finans için muhakkak surette genişlemesi ve sağlıklı şekilde büyümesi önem arz etmektedir.

Sektörün gelişmesi için neler yapılması noktasında içinde aktif olarak yer aldığım ve bir seneye aşkın çalışmalar sonucunda ortaya konulmuş Türkiye'de katılım bankacılığı strateji kitapçığında çoğu şey açık ve adım adım yazmaktadır. Dokümana Katılım Bankaları Birliği'nin web sitesinden ulaşılabilir. Bu doküman sektörün sorunlarını, ürünlerini, uygulamalarını detaylıca ele almıştır. Bu çalışmada ki gibi sadece hazine ve sermaye piyasaları değil, bireysel ve kurumsal ürünler, danışma kurulları, yenilik, imaj ve diğer birçok konu ele alınmıştır.

Bu çalışmada, hazine ve sermaye piyasaları noktasında mevcut resmi çizmek ve ileride bu alanlarda neler yapılması gerektiği noktasında naçizane tavsiyelerde bulunmaktadır. Sonuç olarak İslam dini belli bir kesime gelmemiştir, herkese gelmiştir. Faizsiz bankacılık içinde topluma, ülkeye faydası olacak şekilde tasarlanıp, fıkhi icazetler alınmalıdır. Aynı yapı içinde farklı söylemler, farklı işlemler sistemi geliştirse de, belli bir noktadan sonra katılım bankacılığına zarar verir, bütünlüğü bozar. Bu sistem kimsenin malı olmadığı için, hiç kimse kendisine göre bu yapıyı şekillendirmemelidir. Bu işler ortak akıl çerçevesinde, elbirliği ve gönül birliği içinde uzlaşmaya dayalı olarak yapılmalıdır. Bir katılım bankasının uyguladığını başkası uygulamıyorsa, farklı sesler çok çıkıyorsa, bu sisteme artık iyice zarar verir ve bu yapı gelişmez veya gelişmesini oldukça geciktirir.

## EK/1 AÇIK PİYASA İŞLEMLERİ ÇERÇEVE SÖZLEŞMESİ (OPSİYONLU)

### Ek 1b: Açık Piyasa İşlemleri Çerçeve Sözleşmesi (Opsiyonlu)

Bir taraftan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası A.Ş. ile diğer taraftan ..... aralarında 1211 sayılı Kanun'un 52 nci maddesini dayanak alarak menkul kıymet alım-satım, geri alım vaadi ile satım, geri satım vaadi ile alım işlemleri ya da yalnızca alım-satım vaadini içeren işlemler ile Merkez Bankası likidite senetleri ihraç, erken itfa işlemlerinin genel çerçevesini belirleyen "Açık Piyasa İşlemleri Çerçeve Sözleşmesi" yapmayı kararlaştırmışlardır.

**TANIMLAR:** Bu sözleşmede yer alan işlem ve işlemlere ilişkin temel tanımlar aşağıdaki gibidir:

**Menkul Kıymet Alımı:** Bu işlem, işlem tarihinde belirlenen fiyat üzerinden işleme konu menkul kıymetin işlem valöründe Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasınca işleme taraf kuruluştan satın alınmasıdır.

**Menkul Kıymet Satımı:** Bu işlem, işlem tarihinde belirlenen fiyat üzerinden işleme konu menkul kıymetin işlem valöründe Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasınca işleme taraf kuruluşu satılmasıdır.

**Geri Alım Vaadi ile Satım:** Bu işlem, işleme konu menkul kıymetin, işlem vadesinde geri almak vaadi ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasınca işlem valöründe satılmasıdır. Merkez Bankası geri alım vaadi ile satım işleminde sattığı kıymeti ileri bir tarihte geri alma taahhüdünden dönebilir. Bu durumda Merkez Bankası üzerinde herhangi bir hukuki sorumluluk doğmaz. İşleme taraf kuruluş da işleme konu menkul kıymeti işlem vadesinde geri satmayı gayrikabili rücu taahhüt eder. Alış ve satış bedelleri işlem tarihinde belirlenir.

**Geri Satım Vaadi ile Alım:** Bu işlem, işleme konu menkul kıymetin, işlem vadesinde geri satmak vaadi ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasınca işlem valöründe satın alınmasıdır. Merkez Bankası geri satım vaadi ile alım işleminde aldığı kıymeti ileri bir tarihte geri satma taahhüdünden dönebilir. Bu durumda Merkez Bankası üzerinde herhangi bir hukuki sorumluluk doğmaz. İşleme taraf kuruluş da işleme konu menkul kıymeti işlem vadesinde geri satın almayı gayrikabili rücu taahhüt eder. Alış ve satış bedelleri işlem tarihinde belirlenir.

**Alım-Satım Vaadi:** İşleme konu menkul kıymetin işlem tarihinden daha sonraki tarihli işlem valöründe alım-satım taahhüdünü ifade eder.

**İşlem Tarihi:** Yukarıda tanımlanan işlemlerde sözleşmenin yapıldığı tarihtir.

**İşlem Valörü:** Yukarıda tanımlanan işlemlerde işlemin gerçekleşme tarihidir.

**İşlem Vadesi:** Geri alım vaadi ile satım ve geri satım vaadi ile alım işlemlerinde, geri alım ve geri satım taahhütlerinin yerine getirilme tarihleridir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasıncı likidite senetleri ihracı menkul kıymet satımı, likidite senetleri erken itfası da menkul kıymet alımı tanımları ile aynı içerikte değerlendirilir.

**1.** İşlemler Merkez Bankası Türk Lirası İşlemleri Uygulama Talimatı çerçevesinde gerçekleştirilir.

**2.** Taraflar, 1211 sayılı Kanun'un 52 nci maddesi uyarınca, bu Açık Piyasa İşlemleri Çerçeve Sözleşmesini temel dayanak kabul ederek 1 inci maddede tanımını bulan; menkul kıymet alım-satım, geri alım vaadi ile satım, geri satım vaadi ile alım işlemleri ya da yalnızca alım-satım vadini içeren işlemler ile Merkez Bankası likidite senetleri ihraç, erken itfa işlemleri yapmayı; her işlemin ayrı bir sözleşme olarak bu Çerçeve Sözleşmede düzenlenen hükümlere göre yapılacağını kabul ederler.

**3.** Taraflar, 1211 sayılı Kanun'un 52 nci maddesinde belirlenen, bu sözleşmeye konu olabilecek "menkul kıymet" türünü işlem anında serbestçe tayin ederler.

**4.** Taraflar, işbu sözleşmenin imzalanması ile başlayacak sözleşme süresinin bir yıl olduğunu, bu sürenin bitiminden bir ay önce taraflardan biri fesih ihbarında bulunduğu takdirde sözleşmenin sona ereceğini, fesih ihbarına başvurulmaması halinde ise sözleşmenin bir yıl süre ile yenileneceğini kabul ederler. Yenilenen süre için de fesih ihbarı aynı süreye tabidir. Fesih ihbarı, noter marifetiyle veya iadeli taahhütlü bir mektupla yapılır. Ancak, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, bu sözleşmede tanımlanan açık piyasa işlemlerinden dolayı karşı tarafın herhangi bir yükümlülüğünü yerine getirememesi halinde bu Çerçeve Sözleşmeyi ihbarsız olarak geçici bir süre askıya almaya ya da feshetmeye yetkilidir.

Sözleşmenin herhangi bir nedenle sona ermesi halinde, sürenin bittiği tarihte devam eden işlem bulunduğu takdirde, bu sözleşmenin 8 inci maddesinde tanımlanan durumlar hariçinde, o işlemin vadesinin bitimi beklenir; bu halde süre uzamış sayılmaz.

**5.** Taraflar bu Çerçeve Sözleşmenin imzalanmış olmasına dayanarak, sözleşme süresi içinde, bu sözleşmede tarifini bulan türden işlemler yapılmasını veya yapılmamasını eden göstererek herhangi bir hak talebinde bulunamazlar.

**6.** Taraflar, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Merkez Bankası Türk Lirası İşlemleri Uygulama Talimatında belirtilen sürelerde bu Çerçeve Sözleşmede tanımlanan işlemlere konu menkul kıymeti teslim etmek ve işlem esnasında belirlenen kıymet bedellerini ödemekle yükümlüdürler. İşlem valörü ile işlem vadelerinin iş günü olarak tarifi zorunludur. İşlem valörünün ya da vadesinin hataen hafta tatili, ulusal ve dini bayramlar gibi tatil gününe rastlaması halinde ise valör ya da vade bir sonraki iş günü olarak kabul edilir.

Vade içinde ve mutabakat sağlanarak işlemin feshi veya vadenin değiştirilmesi mümkündür.

**7.** Taraflar, işlemin vadesinde ya da daha öncesinde tek taraflı olarak işlemin yenilenmesini talep edemez. İşlemin vadesinde gerçekleştirilecek yeni bir işlem, diğer tarafa yeni işlem isteğinin bildirilip kabul görmesi halinde mümkündür.

**8.** Taraflar, bu Çerçeve Sözleşmede tanımlanan açık piyasa işlemlerinde işlem valöründe ya da işlemin vadesinde ifadan kaçınmak, işleme konu menkul kıymeti teslimden kaçınmak, vadelerini yerine getirmemek gibi her ne sebeple olursa olsun yükümlülüklerini yerine getirmezler ise temerrüde düşerler.

Temerrüt, kararlaştırılan vadede Merkez Bankası Türk Lirası İşlemleri Uygulama Talimatında belirtilen işlem saatinde kendiliğinden oluşur. Taraflar süre tanıyarak ihtar koşulundan karşılıklı olarak vazgeçmişlerdir. Bu durumda, yükümlülüklerini yerine getiremeyen taraf, yükümlülüklerin yerine getirilmemesinden dolayı karşı tarafın uğrayacağı her türlü zararı da karşılamakla yükümlüdür.

**9.** Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, her bir açık piyasa işlem türü için teminat istemeye yetkilidir. Teminatlara ilişkin düzenlemeler, Merkez Bankası Türk Lirası İşlemleri Uygulama Talimatında belirlenir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ile işlem yapacak bankalar söz konusu talimat çerçevesinde belirlenecek teminat tutarlarını, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasınca belirlenecek teminat hesaplarında bulundurmakla yükümlüdürler.

Teminatlara ilişkin Merkez Bankası Türk Lirası İşlemleri Uygulama Talimatında gerçekleştirilecek değişiklikler, değişiklik tarihinden itibaren yapılacak yeni işlemler için geçerlidir.

**10.** Taraflar, bu Çerçeve Sözleşme kapsamında gerçekleştirilen açık piyasa işlemlerinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Türk Lirası Piyasaları Müdürlüğüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ödeme Sistemleri işlem teklif ve işlem teyit mesajı bilgilerini yazılı delil olarak kabul ederler.

EFT üyesi olmayan taraflar Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Türk Lirası Piyasaları Müdürlüğüne gönderilen banka teyit metinlerini delil olarak kabul etmişlerdir.

Telefonla gerçekleştirilen işlemlere ilişkin olarak çıkacak uyuşmazlıkların çözümünde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası telefon bant kayıtları esas alınır. Söz konusu bant kayıtlarının uyuşmazlığın çözümünde yetersiz kalması halinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası işlem kayıtları esas alınır. Bu hüküm bir delil anlaşması olarak kabul edilmiştir. Aykırılık iddiaları veya itirazlar ancak ilgili teklif ve teyit mesajları ve kayıtlarının yukarıda sözü edilen mesaj ve kayıtlarla aynı gün tarihini taşıması halinde dikkate alınır.

**11.** Taraflar, ödemelerin tatili halinde, söz konusu süre içinde yerine getirilmesi gereken ifadan, sürenin sonuna kadar itirazsız ve ihbarsız vazgeçmiş sayılırlar. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ile işlem yapan bankanın işlemleri konkordato, iflas, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu gereği bankacılık işlemleri yapma ve mevduat/katılım hesabı kabul etme yetkisinin kaldırılması ve benzeri hallerde, 8 inci madde çerçevesinde tasfiye edilir.

**12.** Merkez Bankası Türk Lirası İşlemleri Uygulama Talimatı ile bunların ek ve değişiklikleri bu Çerçeve Sözleşmenin ayrılmaz bir parçasıdır.

İşbu Açık Piyasa İşlemleri Çerçeve Sözleşmesi ..... tarihinde imzalanmış olup, bu Çerçeve Sözleşmeye bağlı olarak yapılacak işlemlerden doğan uyuşmazlıkların çözümünde uygulanacaktır.

Bu Çerçeve Sözleşmenin yürürlüğe girmesiyle birlikte, taraflar arasındaki mevcut Açık Piyasa İşlemleri Çerçeve Sözleşmesi (Bankalar-Opsiyonlu) yürürlükten kalkar.

Bu Çerçeve Sözleşmeden doğacak uyuşmazlıkların çözümünde, Ankara Mahkemeleri ve İcra Daireleri yetkilidir.

**Banka adı:**

**Yetkili İmzalar:**

**İsimler:**

**Unvanlar:**

**TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI İDARE MERKEZİ**

## EK/2 UYGUNLUK TESTİ

Bu anketin amacı size sunulacak ürün veya hizmetin risklerini anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadığının anlaşılması, böylece size daha uygun hizmet sunulmasının sağlanmasıdır. Bu konuda bir değerlendirme yapılabilmesi sizden gerekli bilgilerin temin edilmesini bağıdır.

Uygunluk testi için bilgi vermezseniz veya eksik ya da güncel olmayan bilgi vererseniz, hangi ürün ya da hizmetlerin size uygun olduğu tespit edilemeyecektir. Bu nedenle, aşağıdaki sorulara yanıt vermeniz, doğru, tam ve güncel bilgiler vermeniz, size uygun ürün ve hizmetlerin tespit edilebilmesi açısından önemlidir.

### Müşterinin Adı Soyadı / Ticari Unvanı:

#### 1- Yaşınız

- 18 - 30 yaş
- 31 - 50 yaş
- 51 - 65 yaş
- 66 ve üzeri
- Kurumsal Müşteri

#### 2- Eğitim Durumunuz

- İlköğretim/Ortaöğretim
- Lise
- Lisans ve üstü
- Kurumsal Müşteri

#### 3- Mesleğiniz

Mesleği / Ticari Faaliyeti / Tecrübesi (yıl)

(halihazırda yoksa önceki yazılmalı)

**4- Yatırımlarınızı ne kadar süreyle sermaye piyasalarında değerlendirmeyi düşünürsünüz?**

- Kısa Vadeli (0 - 6 yıl)
- Orta Vadeli (6 - 12 yıl)
- Uzun Vadeli (1 - 3 yıl)
- Daha Uzun Vadeli (3 yıldan uzun)

**5- Risk ve getiri tercihimiz nedir?**

- a. Olabildiğince riskten kaçınır, güvenli yatırım araçlarını tercih eder, az ama düzenli bir getiri sağlamayı tercih ederim. (Anaparam aynen korunsun)
- b. Enflasyonun üzerinde getiri beklentisiyle, yatırımda düşük riskli ürünlere yatırım yapabilirim. (Anaparadan çok az bir miktar kaybetmeyi göze alabilirim.)
- c. Genel olarak orta riskli ürünleri tercih etmekte beraber, uzun vadede toplam getirinin artırmak amacıyla, riskli ürünlere makul ölçüde yatırım yapabilirim. (Anaparadan bir miktar kaybetmeyi göze alabilirim.)
- d. Yüksek getiri beklentisiyle, yüksek riskli ürünlere yatırım yapabilirim (Anaparadan kaybetmeyi göze alabilirim)
- e. Çok yüksek getiri isterim ve çok yüksek riskli ürünlere yatırım yapabilirim. Gelişmiş yatırım ürünlerinin riskleri konusunda bilgiliyim ve bu ürünlere yatırım yapabilirim. (Anaparadan tamamen kaybetmeyi göze alabilirim)



6- Hangi ürünlerde daha önce yatırım yaptınız, ne sıklıkta yatırım yaptınız ve bu ürünlerdeki geçmiş 1 yıllık dönemdeki işlem hacminiz ne kadardır?

	Ürün Bilgisi			İşlem Sıklığı			Hacim Bilgisi (TL)		
	Ürün Hakkında Bilgim Yok	Ürün Hakkında Bilgim Kısıtlı	Ürün Hakkında Bilgim Yeterince Var	Nadiren (Yılda Birkaç Defa)	Arasıra (Ayda Birkaç Defa)	Sıklıkla (Haftada Birkaç Defa)	1 - 50.000	50.001 - 500.000	500.001 ve üzeri
	a. Çok Düşük Riskli (Repo - Ters Repo, BPP, Para Piyasası Fonu, vb.)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
b. Düşük Riskli (Hazine Bonosu, Devlet Tahvili, Hazine Kira Sertifikaları, Borçlanma Araçları Fonu, Değişken Fon, Garantili - Koruma Amaçlı Fon, vb.)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
c. Orta Riskli (Hisse senedi, Hisse Senedi Fonları, Borsa Yatırım Fonları, Eurobond, Dövizli Tahviller, Özel Sektör Borçlanma Araçları, Kira Sertifikaları, Yabancı Menkul Kıymetler Fonu, Kıymetli Madenler Fonu, vb.)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
d. Yüksek Riskli (Türev İşlemler (Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasasında), Varant, Yatırım Kuruluşu Sertifikası, Serbest Fonlar, Yurtdışında Kurulu Yabancı Fonlar, vb.)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
e. Çok Yüksek Riskli (Tezgahestü Türev İşlemler, Yapılandırılmış Borçlanma Araçları, Kaldıraçlı Alım Satım İşlemleri - FX, vb.)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Yukarıda verdiğim bilgilerin doğru olduğunu, bu bilgiler çerçevesinde yapılacak değerlendirme sonucunda, kurumunuzca uygun olduğu tespit edilecek ürün ve/veya hizmetleri tercih etmenin faydalı olacağı konusunda bilgilendirildiğini beyan ederim.

## Müşterinin

Adı Soyadı / Ticari Unvanı:

Tarih / /

İmzası

## UYGUNLUK TESTİ SONUÇ BİLDİRİMİ

Uygunluk Testine verdiğiniz cevaplar kapsamında aşağıdaki sonuçlara ulaşılmaktadır.

- 1-  Uygunluk testi için bilgi vermediğiniz veya eksik ya da güncel olmayan bilgi verdiğiniz için, hangi ürün ya da hizmetlerin size uygun olduğunun tespit edilmesi mümkün olamamıştır.

Size uygun ürün veya hizmetler tespit edilemediği halde belli bir ürün veya hizmeti almak istiyorsanız bu yöndeki talebinizi kurumumuza bildirebilirsiniz. Ama bunun sizin için uygun olmayabileceğini ve kendinizi bilgi ve tecrübenizi aşan bir şekilde risklere maruz bırakıyor olabileceğinizi dikkate alın. Kurumumuz talep ettiğiniz söz konusundaki hizmet ya da ürün size sunup sunmamak konusunda serbet olup, hizmet verilmesi durumunda kurumumuz sorumlu değildir.

Aşağıdaki hangi ürün ya da hizmetlerin size uygun olduğunu tespit edilmesine imkân bulunmadığı için yatırım kuruluşunun size bire bir genel yatırım tavsiyesinde bulunamayacağını dikkatinize sunarız.

- 2-  Bize sunmuş olduğunuz bilgiler doğrultusunda, size uygun olan ve olmayan ürün ve hizmetler aşağıda belirtilmiştir.

### Test sonucu size uygun bulunan ürün ve hizmetler

	Uygun	Uygun Değil
a. Çok Düşük Riskli (Repo-Ters Repo, BPP, Para Piyasası Fonu, vb.)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
b. Düşük Riskli (Hazine Bonosu, Devlet Tahvili, Hazine Kira Sertifikaları, Borçlanma Araçları Fonu, Değişken Fon, Garantili - Koruma Amaçlı Fon, vb.)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
c. Orta Riskli (Hisse Senedi, Hisse Senedi Fonları, Borsa Yatırım Fonları, Eurobond, Dövizli Tahviller, Özel Sektör Borçlanma Araçları, Kira Sertifikaları, Yabancı Menkul Kıymetler Fonu, Kıymetli Madenler Fonu, vb.)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
d. Yüksek Riskli (Türev İşlemler (Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasasında), Varant, Yatırım Kuruluşu Sertifikası, Serbest Fonlar, Yurtdışında Kurulu Yabancı Fonlar, vb.)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
e. Çok Yüksek Riskli (Tezgahestü Türev İşlemler, Yapılandırılmış Borçlanma Araçları, Kaldıraçlı Alım Satım İşlemleri - FX, vb.)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Tercih ettiğiniz risk profiliniz ve piyasalarda gerçekleştirdiğinizi belirttiğiniz işlem hacmi ve sıklıkları arasında uyumsuzluk bulunmaktadır. Bu nedenle, hangi ürün ya da hizmetlerin size uygun olduğunun tespit edilmesi mümkün olamamıştır. (risk ve getiri tercihinde a veya b işaretlenip, işlem hacmi kolonları d ve e'nin doldurulduğu durumlarda)		<input type="checkbox"/>

Size uygun olmadığı bildirilen bir ürün veya hizmeti almak istiyorsanız bu yöndeki talebinizi kurumumuza bildirebilirsiniz. Ama bunun sizin için uygun olmayabileceğini ve kendinizi bilgi ve tecrübenizi aşana bir şekilde risklere maruz bırakıyor olabileceğinizi dikkate alın. Kurumumuz talep ettiğiniz söz konusundaki hizmet ya da ürünü size sunup sunmamak konusunda serbet olup, hizmet verilmesi durumunda kurumumuz sorumlu değildir.

Ayrıca size uygun olmadığı bildirilen ürün ya da hizmetlerle ilgili olarak yatırım kuruluşunun size bire bir genel yatırım tavsiyesinde bulunamayacağını dikkatinize sunarız.

Tarih / /

Değerlendirilen

Onaylayan

Adı Soyadı / Ticari Unvanı:

İmzası

## EK/3 Yatırım Fonları ve Kira Sertifikaları Vergilendirme

	TAM MÜKELLEF KURUM	TAM MÜKELLEF GERÇEK KİŞİ	DAR MÜKELLEF KURUM (1)	DAR MÜKELLEF GERÇEK KİŞİ
<b>MENKUL KIYMET YATIRIM FONU KATILMA BELGELERİNDEN ELDE EDİLEN KÂR PAYLARI</b>	<p>1) Anonim, eshamlı komandit ve limited şirketler ile yatırım fonları tarafından elde edilen kazançlar; - %0 oranında stopaja tabi. - Kurumlar vergisine tabi.</p> <p>2) Yukarıda sayılanların dışındaki kurumlar tarafından;</p> <p>- Sürekli olarak portföyünün en az %51'i BİST'te işlem gören hisse senetlerinden oluşan yatırım fonlarının, bir yıldan fazla süreyle elde tutulan katılma belgelerinden elde edilenler stopaja tabi değil.</p> <p>- Aylık ağırlıklı ortalama bazda portföylerinin en az %75'i BİST'te işlem gören hisse senetlerinden (MKYO hisse senetleri hariç) oluşan hisse senedi yoğun fonlardan elde edilenler %0 oranında stopaja tabi.</p> <p>- Yukarıda belirtilen fonlar dışındaki yatırım fonu katılma belgelerinden elde edilenler %10 oranında stopaja tabi.</p> <p>- Beyanname vermesi gereken kurumlar, ödenen stopajı beyanname üzerinde hesaplanan kurumlar vergisinden mahsup edebilirler.</p>	<p>- Sürekli olarak portföyünün en az %51'i BİST'te işlem gören hisse senetlerinden oluşan yatırım fonlarının, bir yıldan fazla süreyle elde tutulan katılma belgelerinden elde edilenler stopaja tabi değil. Bu gelirler beyan da edilmez.</p> <p>- Aylık ağırlıklı ortalama bazda portföylerinin en az %75'i BİST'te işlem gören hisse senetlerinden (MKYO hisse senetleri hariç) oluşan hisse senedi yoğun fonların katılma belgelerinden elde edilenler %0 oranında stopaja tabi.</p> <p>- Yukarıda belirtilen fonlar dışındaki yatırım fonu katılma belgelerinden elde edilenler %10 oranında stopaja tabi.</p> <p>- Stopaj nihai vergidir.</p> <p>- Beyan edilmez.</p>	<p>1) Anonim, eshamlı komandit ve limited şirket niteliğindeki yabancı kurumlar ile Sermaye Piyasası Kanunu'na göre kurulan yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarıyla benzer nitelikte olduğu Maliye Bakanlığınca belirlenen yabancı kurumlar tarafından elde edilenler; - %0 oranında stopaja tabi. - Stopaj nihai vergidir. - Beyan edilmez.</p> <p>2) Yukarıda sayılanların dışındaki kurumlar tarafından;</p> <p>- Sürekli olarak portföyünün en az %51'i BİST'te işlem gören hisse senetlerinden oluşan yatırım fonlarının, bir yıldan fazla süreyle elde tutulan katılma belgelerinden elde edilenler stopaja tabi değil.</p> <p>- Aylık ağırlıklı ortalama bazda portföylerinin en az %75'i BİST'te işlem gören hisse senetlerinden (MKYO hisse senetleri hariç) oluşan hisse senedi yoğun fonların katılma belgelerinden elde edilenler %0 oranında stopaja tabi.</p> <p>- Yukarıda belirtilen fonlar dışındaki yatırım fonu katılma belgelerinden elde edilenler %10 oranında stopaja tabi. - Stopaj nihai vergidir. - Beyan edilmez.</p>	<p>- Sürekli olarak portföyünün en az %51'i BİST'te işlem gören hisse senetlerinden oluşan yatırım fonlarının, bir yıldan fazla süreyle elde tutulan katılma belgelerinden elde edilenler stopaja tabi değil. Bu gelirler beyan da edilmez.</p> <p>- Aylık ağırlıklı ortalama bazda portföylerinin en az %75'i BİST'te işlem gören hisse senetlerinden (MKYO hisse senetleri hariç) oluşan hisse senedi yoğun fonların katılma belgelerinden elde edilenler %0 oranında stopaja tabi.</p> <p>- Yukarıda belirtilen fonlar dışındaki yatırım fonu katılma belgelerinden elde edilenler %10 oranında stopaja tabi. - Stopaj nihai vergidir. - Beyan edilmez.</p>

	TAM MÜKELLEF KURUM	TAM MÜKELLEF GERÇEK KİŞİ	DAR MÜKELLEF KURUM (1)	DAR MÜKELLEF GERÇEK KİŞİ
<b>BORSA YATIRIM FONLARI KATILMA BELGELERİNİN ALIM-SATIM KAZANÇLARI</b>	<p>1) Anonim, eshamlı komandit ve limited şirketler ile yatırım fonları tarafından elde edilen kazançlar; -%0 oranında stopaja tabi. -Kurumlar vergisine tabi.</p> <p>2) Yukarıda sayılanların dışındaki kurumlar tarafından;</p> <p>- Aylık ağırlıklı ortalama bazda portföylerinin en az %75'i BİST'te işlem gören hisse senetlerinden (MKYO hisse senetleri hariç) oluşan hisse senedi yoğun fonlardan elde edilenler %0 oranında stopaja tabi.</p> <p>- Diğer borsa yatırım fonlarından elde edilenler %10 oranında stopaja tabi.</p> <p>- Beyanname vermesi gereken kurumlar, ödenen stopajı beyanname üzerinde hesaplanan kurumlar vergisinden mahsup edebilirler.</p>	<p>- Aylık ağırlıklı ortalama bazda portföylerinin en az %75'i BİST'te işlem gören hisse senetlerinden (MKYO hisse senetleri hariç) oluşan hisse senedi yoğun fonlardan elde edilenler %0 oranında stopaja tabi.</p> <p>- Diğer borsa yatırım fonlarından elde edilenler %10 oranında stopaja tabi.</p> <p>-Stopaj nihai vergidir. -Beyan edilmez.</p>	<p>1) Anonim, eshamlı komandit ve limited şirket niteliğindeki yabancı kurumlar ile Sermaye Piyasası Kanunu'na göre kurulan yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarıyla benzer nitelikte olduğu Maliye Bakanlığınca belirlenen yabancı kurumlar tarafından elde edilen kazançlar;</p> <p>-%0 oranında stopaja tabi. -Stopaj nihai vergidir. -Beyan edilmez.</p> <p>2) Yukarıda sayılanların dışındaki kurumlar tarafından;</p> <p>- Aylık ağırlıklı ortalama bazda portföylerinin en az %75'i BİST'te işlem gören hisse senetlerinden (MKYO hisse senetleri hariç) oluşan hisse senedi yoğun fonlardan elde edilenler %0 oranında stopaja tabi.</p> <p>- Diğer borsa yatırım fonlarından elde edilenler %10 oranında stopaja tabi. - Stopaj nihai vergidir. - Beyan edilmez.</p>	<p>- Aylık ağırlıklı ortalama bazda portföylerinin en az %75'i BİST'te işlem gören hisse senetlerinden (MKYO hisse senetleri hariç) oluşan hisse senedi yoğun fonlardan elde edilenler %0 oranında stopaja tabi.</p> <p>- Diğer borsa yatırım fonlarından elde edilenler %10 oranında stopaja tabi. -Stopaj nihai vergidir. -Beyan edilmez.</p>

	TAM MÜKELLEF KURUM	TAM MÜKELLEF GERÇEK KİŞİ	DAR MÜKELLEF KURUM (1)	DAR MÜKELLEF GERÇEK KİŞİ
<b>KİRA SERTİFİKALARINDAN ELDE EDİLEN KÂR PAYI GELİRLERİ (Tam mükellef varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen)</b>	1) Anonim, eshamlı komandit ve limited şirketler ile yatırım fonları tarafından elde edilen gelirler; - %0 oranında stopaja tabi. - Kurumlar vergisine tabi.	1) Türkiye'de ihraç edilenlerden elde edilen gelirler; - %10 oranında stopaja tabi. - Stopaj nihai vergidir. - Beyan edilmez.	1) Anonim, eshamlı komandit ve limited şirket niteliğindeki yabancı kurumlar ile Sermaye Piyasası Kanunu'na göre kurulan yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarıyla benzer nitelikte olduğu Maliye Bakanlığına belirlenen yabancı kurumlar (4) tarafından elde edilen gelirler; - %0 oranında stopaja tabi. - Stopaj nihai vergidir. - Beyan edilmez.	1) Türkiye'de ihraç edilenlerden elde edilen gelirler;
	2) Yukarıda sayılanların dışındaki kurumlar (3) tarafından elde edilen gelirler; - %10 oranında stopaja tabi. - Beyanname vermesi gereken kurumlar, ödenen stopajı beyanname üzerinde hesaplanan kurumlar vergisinden mahsup edebilirler.	2) Yurt dışında ihraç edilenlerden elde edilen gelirler; - Vadesine göre %0 ile %10 arasında (5) değişen oranlarda stopaja tabi. - Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama A.Ş. tarafından ihraç edilenlerde stopaj oranı %0. - Yabancı para cinsinden ihraç edilen kira sertifikalarının itfasında oluşan anapara kur farkı gelir sayılmaz.	2) Yukarıda sayılanların dışındaki kurumlar tarafından elde edilen gelirler; - %10 oranında stopaja tabi. - Stopaj nihai vergidir. - Beyan edilmez.	2) Yurt dışında ihraç edilenlerden elde edilen gelirler; - Vadesine göre %0 ile %10 arasında değişen oranlarda stopaja tabi. - Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama A.Ş. tarafından ihraç edilenlerde stopaj oranı %0.
	3) Yurt dışında ihraç edilenlerden elde edilen gelirler; - Vadesine göre %0 ile %10 arasında değişen oranlarda stopaja tabi. - Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama A.Ş. tarafından ihraç edilenlerde stopaj oranı %0. - Kurumlar vergisine tabi. - Ödenen stopaj, beyanname üzerinde hesaplanan kurumlar vergisinden mahsup edilebilir.	- Elde edilen gelirlerin, stopaja tabi tutulmuş diğer menkul ve gayrimenkul sermaye iratları ile birlikte, 2015 yılı için geçerli olan 29.000 TL'lik beyan sınırını aşması halinde, gelirin tamamı beyan edilir. - Ödenen stopaj beyanname üzerinde hesaplanan gelir vergisinden mahsup edilebilir.	3) Yurt dışında ihraç edilenlerden elde edilen gelirler; - Vadesine göre %0 ile %10 arasında (5) değişen oranlarda stopaja tabi. - Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama A.Ş. tarafından ihraç edilenlerde stopaj oranı %0. - Stopaj nihai vergidir. - Beyan edilmez.	- Stopaj nihai vergidir. - Beyan edilmez.

	TAM MÜKELLEFLERİN KURUM	TAM MÜKELLEFLERİN GERÇEK KİŞİ	DAR MÜKELLEFLERİN KURUM (1)	DAR MÜKELLEFLERİN GERÇEK KİŞİ
<b>KİRA SERTİFİKALARINDAN SAĞLANAN ALIM-SATIM KAZANÇLARI (Tam mükellef varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen)</b>	<p>1) Anonim, eshamlı komandit ve limited şirketler ile yatırım fonları tarafından elde edilen kazançlar;</p> <p>-%0 oranında stopaja tabi.</p> <p>-Kurumlar vergisine tabi.</p> <p>2) Yukarıda sayılanların dışındaki kurumlar (3) tarafından elde edilen kazançlar;</p> <p>- %10 oranında stopaja tabi.</p> <p>- Beyanname vermesi gereken kurumlar, ödenen stopajı beyanname üzerinde hesaplanan kurumlar vergisinden mahsup edebilirler.</p> <p>3) Yurt dışında ihraç edilenlerden (Hazine Müsteşarlığı A.Ş.'nin ihraç ettikleri dahil) sağlanan kazançlar;</p> <p>- Stopaja tabi değil.</p> <p>- Kurumlar vergisine tabi.</p>	<p>1) Türkiye'de ihraç edilenlerden sağlanan kazançlar;</p> <p>-%10 oranında stopaja tabi.</p> <p>-Stopaj nihai vergidir.</p> <p>-Beyan edilmez.</p> <p>2) Yurt dışında ihraç edilenlerden (Hazine Müsteşarlığı A.Ş.'nin ihraç ettikleri dahil) sağlanan kazançlar;</p> <p>-Stopaja tabi değil.</p> <p>-Alım/satım kazancı Türk Lirası bazında hesaplanır.</p> <p>-Yİ-ÜFE artış oranının %10 veya üzerinde olması şartıyla, iktisap bedeli elden çıkarıldığı ay hariç olmak üzere Yİ-ÜFE artış oranında artırılabilir.</p> <p>-Alım/satım zararları, alım-satım kârlarına mahsup edilir.(2)</p> <p>-Kazancın tutarı ne olursa olsun beyan edilir.</p>	<p>1) Anonim, eshamlı komandit ve limited şirket niteliğindeki yabancı kurumlar ile Sermaye Piyasası Kanunu'na göre kurulan yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarıyla benzer nitelikte olduğu Maliye Bakanlığınca belirlenen yabancı kurumlar tarafından elde edilen kazançlar;</p> <p>-%0 oranında stopaja tabi.</p> <p>-Stopaj nihai vergidir.</p> <p>-Beyan edilmez.</p> <p>2) Yukarıda sayılanların dışındaki kurumlar tarafından elde edilen kazançlar;</p> <p>-%10 oranında stopaja tabi.</p> <p>-Stopaj nihai vergidir.</p> <p>-Beyan edilmez.</p> <p>3) Yurt dışında ihraç edilenlerden (Hazine Müsteşarlığı A.Ş.'nin ihraç ettikleri dahil) sağlanan kazançlar;</p> <p>-Stopaja tabi değil.</p> <p>-Beyan edilmez.</p>	<p>1) Türkiye'de ihraç edilenlerden sağlanan kazançlar;</p> <p>-%10 oranında stopaja tabi.</p> <p>-Stopaj nihai vergidir.</p> <p>-Beyan edilmez.</p> <p>2) Yurt dışında ihraç edilenlerden (Hazine Müsteşarlığı A.Ş.'nin ihraç ettikleri dahil) sağlanan kazançlar;</p> <p>-Stopaja tabi değil.</p> <p>-Beyan edilmez.</p>

	TAM MÜKELLEF KURUM	TAM MÜKELLEF GERÇEK KİŞİ	DAR MÜKELLEF KURUM (1)	DAR MÜKELLEF GERÇEK KİŞİ
<b>HİSSE SENEDİ ALIM-SATIM KAZANCI (1.1.2006 tarihinden SONRA iktisap edilmiş hisse senetleri)</b>	1) Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören, menkul kıymet yatırım ortaklığı dışındaki hisse senetlerinin satışından elde edilen kazançlar; - %0 oranında stopaja tabi. - Kurumlar vergisine tabi.	1) BİST'te işlem gören, menkul kıymet yatırım ortaklığı dışındaki hisse senetlerinin satışından elde edilen kazançlar; - %0 oranında stopaja tabi. - Stopaj nihai vergidir. - Beyan edilmez.	1) BİST'te işlem gören, menkul kıymet yatırım ortaklığı dışındaki hisse senetlerinin satışından elde edilen kazançlar; - %0 oranında stopaja tabi. - Stopaj nihai vergidir. - Beyan edilmez.	1) BİST'te işlem gören, menkul kıymet yatırım ortaklığı dışındaki hisse senetlerinin satışından elde edilen kazançlar; - %0 oranında stopaja tabi. - Stopaj nihai vergidir. - Beyan edilmez.
	2) BİST'te işlem gören menkul kıymet yatırım ortaklığı hisse senetlerinin satışından; a) Anonim, eshamlı komandit ve limited şirketler ile yatırım fonları tarafından elde edilen kazançlar; - %0 oranında stopaja tabi. - Kurumlar vergisine tabi. b) Yukarıda sayılanların dışındaki kurumlar (3) tarafından elde edilen kazançlar; - %10 oranında stopaja tabi. (1 yıldan fazla elde tutulandan stopaj yapılmaz.) - Beyanname vermesi gereken kurumlar, ödenen stopajı beyanname üzerinde hesaplanan kurumlar vergisinden mahsup edebilirler.	2) BİST'te işlem gören menkul kıymet yatırım ortaklığı hisse senetlerinin satışından elde edilen kazançlar; - %10 oranında stopaja tabi. (1 yıldan fazla elde tutulandan stopaj yapılmaz.) - Stopaj nihai vergidir. - Beyan edilmez.	2) BİST'te işlem gören menkul kıymet yatırım ortaklığı hisse senetlerinin satışından; a) Anonim, eshamlı komandit ve limited şirket niteliğindeki yabancı kurumlar ile Sermaye Piyasası Kanunu'na göre kurulan yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarıyla benzer nitelikte olduğu Maliye Bakanlığınca belirlenen yabancı kurumlar (4) tarafından elde edilen kazançlar; - %0 oranında stopaja tabi. - Stopaj nihai vergidir. - Beyan edilmez.	2) BİST'te işlem gören menkul kıymet yatırım ortaklığı hisse senetlerinin satışından elde edilen kazançlar; - %10 oranında stopaja tabi. (1 yıldan fazla elde tutulandan stopaj yapılmaz.) - Stopaj nihai vergidir. - Beyan edilmez.
	3) Banka ve aracı kurum aracılığı olmaksızın hisse senedi alım-satım işlemlerinden sağlanan kazançlar; - Stopaja tabi değil. - Kurumlar vergisine tabi. - Kurumlar vergisi mükelleflerince KVK'nın 5/1-e bendindeki şartların yerine getirilmesi halinde, kazancın %75'i kurumlar vergisinden istisna olur.	3) Banka ve aracı kurumlar vasıtasıyla elde edilmeyen alım-satım kazancı (örneğin borsaya kayıtlı olmayan hisse senetleri), Gelir Vergisi Kanunu'nun genel hükümlerine göre beyan edilir. 2 yıldan fazla elde tutulan tam mükellef kurumlara ait hisse senetlerinden elde edilen kazançlar istisnadır.	b) Yukarıda sayılanların dışındaki kurumlar tarafından elde edilen kazançlar; - %10 oranında stopaja tabi. (1 yıldan fazla elde tutulandan stopaj yapılmaz.) - Beyan edilmez.	3) Banka ve aracı kurum aracılığı olmaksızın alım-satım işlemlerinden sağlanan kazançlar; - Stopaja tabi değil. - Kurumlar vergisine tabi. - Kurumlar vergisi sonrası kalan tutar %15 oranında gelir vergisi stopajına tabidir.

Kaynak: Kuzey YMM ve Bağımsız Denetim A.Ş.

## KAYNAKÇA

---

### **Periyodik Yayınlar**

- SPK, Kira Sertifikaları Tebliği (III-61.1), **Resmi Gazete**, 28670; 7 June 2013
- Girişim Sermayesi Fonları Tebliği (III-52.4), **Resmi Gazete**, 28874; 7 Ocak 2014
- Gayrimenkul Yatırım fonları Tebliği (III-52.3), **Resmi Gazete**, 28871, 3 Ocak 2014
- Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği, **Resmi Gazete**, 28698, 5 Temmuz 2013
- Yatırım Fonları Tebliği (III-52.1), **Resmi Gazete**, 28874, 9 Temmuz 2013
- Borsa Yatırım Fonları Tebliği (III-52.2), **Resmi Gazete**, 28701, 27 Kasım 2013
- Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri İle Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (III-37.1), **Resmi Gazete**, 28704, 11 Temmuz 2013
- Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ (III-39.1), **Resmi Gazete**, 28854, 17 Aralık 2013

### **Diğer Yayınlar**

- Bacha, Obiyathulla Ismath, 2013. *Islamic Capital Market Programme*, INCEIF, Malaysia.
- Konu ile ilgili çeşitli hadisler; Buhari, Buyu, 54,77, 78, 81 ; Müslim, Müsakat, 78,81; Tirmizi, Buyu 23.
- Şensoy Necdet, 2013, Sukuk Çalışma Kitabı
- Sungurlu Avşar, Bizim Menkul Değerler (BMD), 2015
- Bizim Menkul Değerler (BMD), Katılım Endeksi
- SPL, Lisanslama Çalışma Kitapları , Sermaye Piyasası Araçları 1, May 2015, www.spl.org.tr
- CBRT, IILM Sunumu, 2014*
- DFC (Dubai Financial Center), Sukuk Examples Workbook 2013*
- Kuveyt Türk Katılım Bankası, Yatırım Bankacılığı, 2015
- Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş, Ürün Onay Formları, 2014
- Kuveyt Türk Katılım Bankası, 2015, Faizsiz bankacılık ders notları
- Kuzey YMM ve Bağımsız Denetim A.Ş.
- www.bddk.com.tr, [Erişim 2015]



<http://borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi/kredili-islem-ve-aciga-satis>, [Erişim 1 May 2015]

[www.egm.com.tr](http://www.egm.com.tr), [Erişim 2015]

[www.tkbb.com.tr](http://www.tkbb.com.tr), [Erişim 2015]

[www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr), [Erişim 2015]

[www.takasbank.com.tr](http://www.takasbank.com.tr), [Erişim 2015]

[www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr), [Erişim 2015]

[www.kap.gov.tr](http://www.kap.gov.tr), [Erişim 2015]

<http://www.islamicbanker.com>, [Erişim 2014]

<http://mdn-tr.com/documents/FonY%C3%B6netimi.pdf>, [Erişim 2015]

[http://tr.wikipedia.org/wiki/Kur\\_riski](http://tr.wikipedia.org/wiki/Kur_riski), [Erişim 2015]

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Piyasalar/Acik+Piyasa+Islemleri>, [Erişim 2015 ]

[http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/a9a7f10c-f7bc-4f5d-bcdc-5a50cc84a713/20141022\\_AP%C4%B0\\_Talimat%C4%B1.pdf?MOD=AJPERES](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/a9a7f10c-f7bc-4f5d-bcdc-5a50cc84a713/20141022_AP%C4%B0_Talimat%C4%B1.pdf?MOD=AJPERES), [Erişim 2015]

[http://www.katilimendeksi.org/subpage/21/endeks\\_kurallari](http://www.katilimendeksi.org/subpage/21/endeks_kurallari), [Erişim 2015]

<http://www.tim.com.tr/egitim/hisse-senedi-piyasalari.pdf>, [Erişim 2015]

<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=458&ct=f&action=displayfile&ext=.pdf&submenuheader=null>, [Erişim 2015]

[http://borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/borsa-yatirim-fonlari\\_tr](http://borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/borsa-yatirim-fonlari_tr), [Erişim 2015]

<http://borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar>, [Erişim 2015]

<http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=819&submenuheader=-1>, [Erişim 2015]





**Türkiye Katılım Bankaları Birliği**

Kısıklı Cd. No: 22 Altunizade, 34662 Üsküdar İSTANBUL

Tel: 0216 651 94 35 [www.tkbb.org.tr](http://www.tkbb.org.tr)

