

SUKUK IN TURKEY: LEGISLATIVE HISTORY AND CURRENT PRACTICE

**Türkiye'de
Sukuk:
Tarihsel
Gelişimi Ve
Mevzuat
Çerçevesinde
Günümüz
Uygulaması**

1. INTRODUCTION

INTEREST-FREE FINANCIAL INSTRUMENTS HAVE BEEN STRUCTURED to provide portfolio diversity and to lure investors that avoid interest-based traditional financial markets.¹ “Sukuk”, having the characteristics of an interest-free bond is one of the most commonly used interest-free financial instruments in the financial markets. In international practice, this type of instrument is known as “Islamic bond” and it is named as “lease certificate” in Turkish Law.

Lease Certificate is defined as “securities that are issued by an asset lease company for the purpose of financing all kinds of assets and rights, and which enable their holders to have a proportionate share from the revenues derived out of such assets and rights” in the “Communiqué on Lease Certificates” (“**Communiqué**”) dated 07.06.2013 and numbered III-61.1 issued by the Turkish Capital Markets Board on the basis of Articles 61 and 130/3 of Capital Market Law numbered 6362. Based on this definition, it may be stated that lease certificates stand on a specific asset or right and provide return not only based on cash flow but also on identified assets and rights. Lease certificate holders have right on revenue acquired from assets and rights in proportion to their shares.

Assesment of this subject is of utmost significance due to the fact that the usage of sukuk became popular following the search for obtaining additional finance to states and companies and the increasing demand to interest-free financing, i.e. in our country, Turkey. In this context; (i) the historical development of sukuk in the world, (ii) development and legal basis of lease certificates in Turkey, (iii) types of lease certificates, (iv) issuance of lease certificates and, (v) structure of asset lease companies constitute the subject of this article.

2. HISTORICAL DEVELOPMENT OF SUKUK

In Western type classical markets, fund transfer by investors occurs on the purpose of acquiring material benefit from this transfer. This benefit occurs as “interest” in instruments like bill of exchange and bond that are issued on credit basis and as “dividend” in instruments such as stock certificate that are issued on partnership basis. Due to prohibition of “interest” in the religion Islam, investors having this religious sensivity stood out of financial instruments based on credit and interest and this tendency served for the development of lease certificates.

Sukuk, the original name of lease certificate in global markets, is the plural of the word “sakk”, meaning “*certificate*” or “*order of payment*”. Written sources demonstrate that the use of word sakk has its origin in the period of the ca-

1. GİRİŞ

FAİZSİZ FİNANSALARAÇLAR, PORTFÖY ÇEŞİTLİLİĞİ SAĞLAMAK VE faize dayalı geleneksel finansal pazarlardan uzak duran yatırımcıları cezbetmek amacıyla yapılandırılmış araçlardır. Finans piyasalarında faizsiz finansal araçlar arasında en yaygın olarak, faizsiz bono niteliğinde olan “sukuk” kullanılmaktadır.¹ Uluslararası uygulamada bu menkul kıymet türü “İslami bono” olarak bilinmekte, Türk Hukuku’nda ise “kira sertifikası” olarak adlandırılmaktadır.

Türk Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 61 ve 130/3 maddelerine dayanarak hazırlanan 07.06.2013 tarihli ve III-61.1 Sayılı “Kira Sertifikaları Tebliği”nde (“**Tebliğ**”) kira sertifikaları, “her türlü varlık ve hakkın finansmanını sağlamak amacıyla varlık kiralama şirketi tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlık veya haktan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymet” olarak tanımlanmaktadır. Bu tanımdan hareketle kira sertifikalarının belirli bir varlığa veya hakka dayandığı ve sadece nakit akışına değil, aynı zamanda tanımlanmış varlık ve haklara bağlı bir getiri sağladığı söylenebilir. Kira sertifikası sahipleri varlık veya haklardan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olurlar.

Devlet ve şirketlere finansman sağlama arayışları ve özellikle ülkemizde şirketlerin faizsiz finansman tercih etmeleri sonrasında sukuk kullanımlarının yaygınlaşmış olması sebebiyle konunun incelenmesi önem arz etmektedir. Bu çerçevede; (i) Dünyada sukukun tarihsel gelişimi, (ii) Türkiye’de kira sertifikalarının gelişimi ve yasal dayanağı, (iii) Kira sertifikalarının türleri, (iv) Kira sertifikalarının ihracı ve (v) Varlık Kiralama Şirketleri’nin yapısı, makalemizin konusunu teşkil etmektedir.

2. DÜNYADA SUKUK’UN TARİHSEL GELİŞİMİ

Batı tipi klasik piyasalarda yatırımcıların ihtiyaç sahipleri-ne fon aktarımı, genellikle bu aktarımdan bir maddi menfaat elde etme amacına yönelik olarak gerçekleşir. Bu menfaat, kredi temelinde üretilen tahvil, bono gibi araçlarda faiz; ortaklık temelinde üretilen hisse senedi gibi araçlarda ise kâr payı olarak gerçekleşir. İslam dininin faiz uygulamasını yasaklaması sebebiyle, bu hassasiyeti gösteren yatırımcılar kredi ve faize dayanan finansal araçlardan uzak durmak istemiş ve bu eğilim sukukun gelişimine yardımcı olmuştur.

Kira sertifikasının küresel piyasalardaki ismi olan sukuk “*sertifika*” veya “*ödeme emri*” anlamına gelen “*sakk*” kelimesinin çoğuludur. Yazılı kaynaklar sakk kelimesinin kullanımının halifelik dönemine kadar dayandığını göstermektedir². İslam klasik döneminde sukuk kelimesinin, şeriatla uyumlu şekilde para, yükümlülük veya hak devrini

liphate.² It is known that the word sukuk was used for any document or agreement that represents the transfer of money, obligation or right consistent with sharia in the classical period of Islam.

Today, sukuk appears as an Islamic capital market instrument. In this context, first sukuk issuance was realized by Shell MDS in 1990, in Malaysia. After this issuance, no effective sukuk was issued until 2000. As of the beginning of the 21st century, a significant leap in the sukuk market occurred in consequence of the increase in countries that issue sukuk. At that stage, countries such as Malaysia, Bahrain, Qatar, the United Arab Emirates, Saudi Arabia and Pakistan started issuing sukuk.

The necessity of rendering a final judgment on the sukuk by sharia and determination of the standard rules of the issuance of sukuk emerged following the intensive growth of the market. Due to this necessity, Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions published Sharia Norm numbered 17 on sukuk investment. Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions identified 14 different sukuk structures based on Islamic law contracts in accordance with this Sharia Norm.

Within the first decade of the 21st century, sukuk market witnessed sukuk issuance in various structures and forms. Sukuk issuance volume, which slowed down in some degree due to global economic crisis soon after its rising, regained its previous size in 2010. When analyzing the subject of sukuk, the size of the general capital managed as per Islamic rules shall also be mentioned. According to the financial reports of 2012, the assets which are managed according to Islamic investment principles amounted to \$1,34 trillion.³ and as of 2013, the volume of Islamic assets reached over \$1.5 trillion. The estimated potential is \$4.5 trillion.⁴

The diagram of “total volume of global sukuk issuance” between 2001 and 2013 can be seen below:

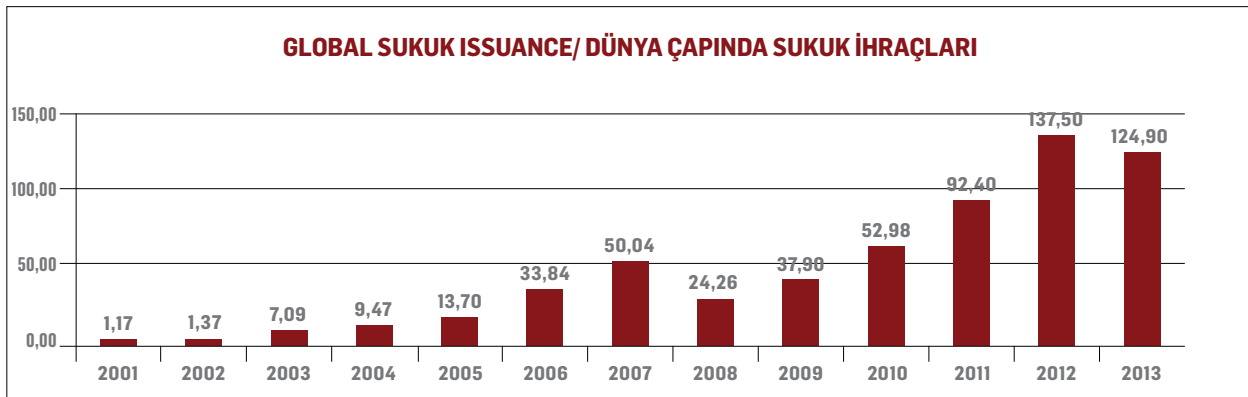
veya sözleşmeyi temsil eden herhangi bir doküman anlamında kullanıldığı bilinmektedir.

Günümüzde sukuk İslami sermaye piyasası aracı olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu bağlamda ilk sukuk ihracı 1990 yılında Malezya’da Shell MDS tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu ihraçtan sonra 2000 yılına kadar etkin bir sukuk ihracı olmamıştır. 21. yüzyıl başı itibariyle sukuk ihraç eden ülkelerin artmasıyla sukuk piyasasında önemli bir sıçrama meydana gelmiştir. Bu aşamada Malezya, Bahreyn, Katar, Birleşik Arap Emirlikleri, Suudi Arabistan ve Pakistan gibi ülkelerde sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir.

Yoğun şekilde büyüyen pazarla birlikte şeriatın sukuk konusunda kesin hükmünü vermesi ve sukuk ihracının standart kurallarının belirlenmesi gerekliliği ortaya çıkmıştır. Bu ihtiyaç nedeniyle, İslami Finansman Kuruluşları için Muhasebe ve Denetim Organizasyonu, sukuk yatırımı üzerine 17 numaralı Şeriat Normu’nu yayınlamıştır. İslami Finansman Kuruluşları için Muhasebe ve Denetim Organizasyonu bu Şeriat Normu’nda İslam Hukuku sözleşmelerine dayanan 14 farklı sukuk yapısı tanımlamıştır.

21. yüzyılın ilk on yılında sukuk piyasası değişik yapı ve formlarda sukuk ihraçlarına şahit olmuştur. 2007 yılında ihraç hacmi anlamında dünya çapında yükselişe geçtikten sonra küresel ekonomik kriz sebebiyle bir nebze durulan sukuk ihracı hacmi, 2010 yılında tekrar eski büyüklüğüne kavuşmuştur. Sukuk konusu incelenirken, genel olarak İslami kurallara göre yönetilen sermayenin büyüklüğünden de bahsetmek gerekmektedir. 2012 yılı finansal raporlarına göre İslami yatırım prensiplerine göre yönetilen 1.34 trilyon Amerikan Doları tutarında malvarlığı bulunmaktadır.³ Dünya’da 2013 yılı itibari ile İslami finansal varlıkların hacmi 1.5 trilyon Amerikan Doları üzerine ulaşmıştır. Tahmini potansiyelinin ise 4.5 trilyon Amerikan Doları olduğu düşünülmektedir.⁴

2001 ve 2013 yılları arasında “dünya çapındaki sukuk ihraçlarının toplam hacmini” gösteren grafik aşağıda görülebilir:



Source/ Kaynak: Alvi, Rufai, Dadabhoj, & Naseer, 2013, (Aasser, 2014)

The table demonstrating “type classification of total sukuk issuance around the World” relating 2001-2010 is as follows:

2001-2010 yıllarına ilişkin “çeşitlerine göre dünya genelinde toplam sukuk ihraçlarını” gösteren tablo ise aşağıdaki gibidir:

TYPE OF SUKUK/ SUKUK ÇEŞİDİ	DOMESTIC/ YURTIÇİ		FOREIGN/ YURTDIŞI		TOTAL/ TOPLAM	
	MILLION USD/ MİLYON USD	RATE/ ORAN	MILLION USD/ MİLYON USD	RATE/ ORAN	MILLION USD/ MİLYON USD	RATE/ ORAN
Murabaha	76.802	41,8	756	1,6	77.558	33,5
Mudarabe	3.458	1,9	4.725	9,8	8.183	3,5
Müşareke	39.318	21,4	9.286	19,3	48.604	21,0
İcara	35.746	19,5	20.784	43,2	56.530	24,4
Salam	1.291	0,7	1.958	4,1	3.249	1,4
İstisna	3.469	1,9	0	0,0	3.469	1,5
Hybrid/ Melez	10.552	5,7	1.237	2,6	11.789	5,1
Wakalah	371	0,2	3.228	6,7	3.599	1,6
Bai' Bithaman	12.207	6,6	0	0,0	12.207	5,3
Exchangeable/ Takas Edilebilir	408	0,2	6.190	12,9	6.598	2,8
TOTAL/ TOPLAM	183.622	100	48.164	100	231.786	100

3. DEVELOPMENT OF THE LEASE CERTIFICATES IN TURKEY AND LEGAL BASIS

3.1. Development in Turkey

As a result of the necessity for new arrangements to bring Islamic capital to Turkey, especially from the gulf countries, the principles regarding activities and establishment procedure of an Asset Lease Company (“ALC”) in Turkey and the principles on lease certificates were determined by the “Communiqué On the Principles Regarding Lease Certificates and Asset Lease Companies, serial III, numbered 43” which was entered into force with the publishment in the Official Gazette on 01.04.2010 by the Capital Markets Board. Thus, participation banks in Turkey received their first loan based on issuance of lease certificate in 2010. The Treasury of Turkey started to receive loan by issuing lease certificate in 2012.

The first issuance of lease certificate in Turkey was realized on 24.08.2010 amounting to \$100 million by Kuveyt Türk Participation Bank. The issuance of lease certificate on 26.09.2012 by the Treasury which is planned for an amount of \$1 billion was expanded to \$1.5 billion upon the heavy demand from middle eastern countries.⁵ The first issuance of

3. KİRA SERTİFİKALARININ TÜRKİYE'DE GELİŞİMİ VE YASAL DAYANAK

3.1. Türkiye'de Gelişimi

Özellikle körfez ülkeleri başta olmak üzere, İslami sermayenin Türkiye'ye çekilmesi için yeni düzenlemeler yapılmaya gereği sonucunda, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 01.04.2010 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren “Seri III, No: 43 sayılı Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” ile Varlık Kiralama Şirketleri'nin (“VKŞ”) Türkiye'deki faaliyet ve kuruluş esasları ile kiralama sertifikalarına dair esaslar belirlenmiştir. Böylece Türkiye'de katılım bankaları kira sertifikası ihracına dayanan ilk borçlanmayı 2010 yılında gerçekleştirmiştir. Hazine ise kira sertifikası ihraç ederek borçlanmaya ilk olarak 2012 yılında başlamıştır.

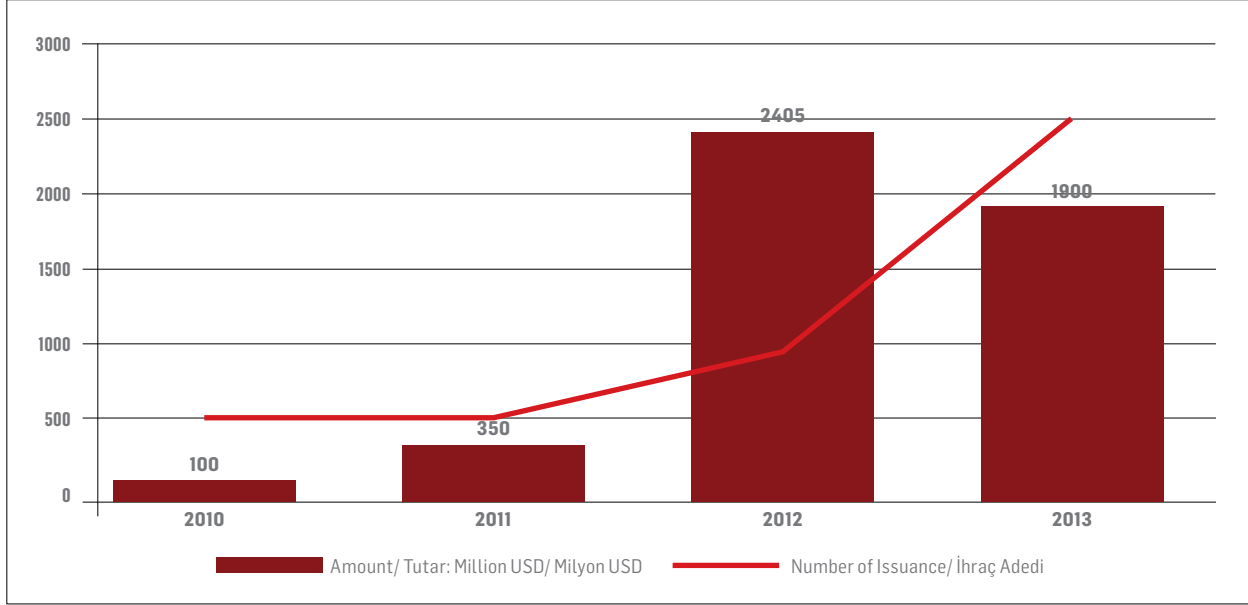
Türkiye'deki ilk kira sertifikası ihracı 100 milyon Amerikan Doları değerli olarak, Kuveyt Türk Katılım Bankası tarafından 24.08.2010 tarihinde gerçekleştirilmiştir. Hazine tarafından 26.09.2012 tarihinde 1 milyar Amerikan Doları olarak gerçekleştirilmesi planlanan kira sertifikası ihracı, Ortadoğu ülkelerinden gelen yoğun talep üzerine 1.5 milyar Amerikan Doları tutarına yükseltilmiştir⁵. Türk Lirası

lease certificate with the currency of Turkish Lira was realized on 04.03.2013 by the Asya Participation Bank.

cinsinden ilk kira sertifikası ihracı ise 04.03.2013 tarihinde Asya Katılım Bankası tarafından gerçekleştirilmiştir.

The diagram of “lease certificate issuance volume in Turkey” for the years between 2010 and 2013 August can be seen below:

2010 – 2013 Ağustos yıllarına ilişkin “Türkiye’deki kira sertifikası ihraç hacmi” grafiği aşağıda görülebilir:



Source/ Kaynak: Alvi, Rufai, Dadabhoj, & Naseer, 2013 and TURHAN, 2013

Table of “lease certificate issuances realized in Turkey” relating to the 2010 and 2012 can be seen below:

2010-2012 yıllarına ilişkin “Türkiye’de gerçekleştirilen kira sertifikası ihraçları” tablosu aşağıdaki gibidir:

DATE OF ISSUE/ İHRAC TARİHİ	ISSUER/ İHRACI YAPAN KURULUŞ	FEATURES/ ÖZELLİKLERİ	TOTAL AMOUNT (MILLION USD)/ TUTARI MİLYON USD	TERM (YEAR)/ VADE (YIL)
24.8.2010	Kuveyt Türk Sukuk Limited	First sukuk issuance (Hybrid type) by a Turkish company, international (abroad) sukuk with 5,25% fixed annual return Bir Türk şirketi tarafından gerçekleştirilen ilk sukuk (Melez Tipi) ihracı, %5,25 Yıllık Sabit Getirili Uluslararası (Yurtdışı) Sukuk	100	3
1.11.2011	Kuveyt Türk Participation Bank Kuvet Türk Katılım Bankası	Hybrid type international (abroad) sukuk Hibrit tipi Uluslararası (Yurtdışı) Sukuk	350	5
26.9.2012	Turkish Government Türkiye Cumhuriyeti	İcara type international (abroad) sukuk with 2,8% profit rate %2,8 Kar oranlı İcara tipi Uluslararası (Yurtdışı) Sukuk	1500	5
2.10.2012	Turkish Government Türkiye Cumhuriyeti	İcara type national (domestic) sukuk issuance (with the Turkish Lira currency) İcara tipi Ulusal (Yurtiçi) sukuk ihracı (TRY para birimi ile)	905	2

Source/ Kaynak: Alvi, Rufai, Dadabhoj, & Naseer, 2013

3.2. Legal Basis

The Communiqué that determines the principles regarding activities and organization of ALCs and principles on the lease certificates in Turkey was prepared based on the Article 61 and paragraph 3 of the Article 130 of Capital Market Law dated 06.12.2012 and numbered 6362.

Furthermore, certain tax arrangements related to transactions that ALCs are obligatory to be made by their nature and asset lease certificates issued by them were brought in “Law on the Restructuring of Certain Receivables numbered 6111” which entered into force following publishment in the Official Gazette on 25.02.2011. Thus, both capital market and tax related regulations of the lease certificates, as a newly regulated capital market instrument, was settled and effectiveness of the practice is provided.

Thereafter, the legal basis necessary for lease certificates practice in Turkey was constructed by Communiqué. The said Communiqué was settled into the centre of legislation in terms of the future of lease certificate in Turkey and several other arrangements related to the subject matter were abolished by the Communiqué.

The purpose of the “Communiqué on Prospectus and Issuance Document (II-5.1)” which entered into force following publishment in the Official Gazette dated 22.06.2013 and numbered 28685 is to set forth principles as to preparation, approval and promulgation of prospectus and issue document, and as to announcements and advertisements relating thereto, pursuant to the Law numbered 6362.

It is intended with the “Communiqué on Sales of Capital Market Instruments (II-5.2)” which entered into force following publishment in the Official Gazette dated 28.06.2013 and numbered 28691 to set forth the principles with respect to sales method, distribution and delivery of capital market instruments. This Communiqué covers the principles on price to be determined in sales, and sales types and methods, distribution and delivery of capital market instruments, as well as incentives in public offering, and priorities in sales of capital market instruments.

The aim of the “Circular on Principles Relating to Trades of Lease Certificates at the İMKB⁶ numbered 401” is to determine principles relating to trading of lease certificate at the exchange which are issued or to be issued by public offering or without public offering.

It is aimed by “the Circular on Principles Relating to the Sale of Capital Market Instruments in Debt Instruments Market - Market for Issuance to Qualified Investors numbered 428” to regulate principles and rules on trade of the sale transac-

3.2. Yasal Dayanak

VKŞ'lerin Türkiye'deki faaliyet ve kuruluş esasları ile kiralama sertifikalarına dair esasları belirleyen Tebliğ, 06.12.2012 tarihli ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 61'inci maddesi ile 130'uncu maddesinin üçüncü fıkrasına dayanılarak hazırlanmıştır.

Daha sonra, 25.02.2011 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren “6111 sayılı Bazı Alacakların Yeniden Yapılandırılması Hakkında Kanun” ile VKŞ'lerin doğası gereği yapmak zorunda olduğu işlemlere ve bunlar tarafından çıkarılan sertifikalara ilişkin bazı vergisel düzenlemeler getirilmiştir. Buna göre yeni bir sermaye piyasası aracı olan sertifikaların hem sermaye piyasası kısmı hem de vergi etkisi düzenlenmiş ve uygulamanın önü açılmıştır.

Bunun ardından, Tebliğ ile Türkiye'de kira sertifikası uygulamaları için gerekli olan hukuksal zemin oluşturulmuştur. Bahse konu Tebliğ, Türkiye'de kira sertifikası uygulamasının geleceği açısından hukuki mevzuatın merkezine yerleşmiş ve Tebliğ ile birlikte konuyla ilgili birçok düzenleme ilga olmuştur.

22.06.2013 tarihli ve 28685 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren “İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği (II-5.1)” ile 6362 sayılı Kanun uyarınca izahname ve ihraç belgesinin hazırlanması, onaylanması ve kamuya duyurulması ile ilan ve reklamlara ilişkin esasları düzenlemek amaçlanmıştır.

28.06.2013 tarihli ve 28691 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren “Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2)” ile sermaye piyasası araçlarının satış yöntemlerine, dağıtımına ve teslimine ilişkin esasları düzenlemek amaçlanmıştır. Bu Tebliğ, sermaye piyasası araçlarının satışında belirlenecek fiyat, satış şekilleri ve yöntemleri, dağıtım ve teslim esasları ile halka arzda teşviklere ve sermaye piyasası araçlarının satışında özellikli durumlara ilişkin esasları kapsar.

“401 sayılı Kira Sertifikalarının İMKB⁶'de İşlem Görmesine İlişkin Esaslar Genelgesi”nin amacı, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin ihraç edilen veya edilecek kira sertifikalarının İMKB'de işlem görmesine ilişkin esasların belirlemektir.

“428 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Borçlanma Araçları Piyasası Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarı'nda Satışına İlişkin Esaslar Genelgesi” ile amaçlanan ise SPK düzenlemeleri çerçevesinde nitelikli yatırımcılara ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının satış işlemlerinin Borçlanma Araçları Piyasası Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarı'nda gerçekleştirilmesi ile ilgili esas ve kuralları düzenlemektir.

tions of capital market instruments to be issued to qualified investors within the frame of Capital Markets Board legislation in Debt Instruments Market – Market for Issuance to Qualified Investors.

The Communiqué, which has been prepared by Capital Markets Board within the framework of studies related to trade in our finance market of new capital market instruments, entered into force following publishment in the Official Gazette dated 07.06.2013 and numbered 28670. Subjects regulated in the Communiqué are the qualifications of the lease certificate, issuance procedure of certificates and principles related to the establishment and functioning of ALCs. It was granted by the Communiqué to joint-stock companies the opportunity to issue lease certificates and obtain funds from the capital market with such financial instruments.

Rights of investors were put under protection by paragraph 2 of the Article 12 of Communiqué and approval of Capital Markets Board for the articles of association of ALC is made mandatory in order to prevent misuse of the assets taken over by ALC on account of investors or incomes derived from these assets.

In consequence, legal basis of lease certificate in Turkey, in addition to the Communiqué, may be listed as follows: (i) “Capital Market Law” dated 06.12.2012 and numbered 6362, (ii) the “Communiqué on the Principles Regarding Ijara Certificates and Asset Lease Companies, serial III, numbered 43”, which entered into force after the publishment by the Capital Markets Board, in Official Gazette dated 01.04.2010, (iii) the “Communiqué on Prospectus and Issue Document (II-5.1)” which entered into force following publishment in the Official Gazette dated 22.06.2013 and numbered 28685, (iv) the Communiqué on Sales of Capital Market Instruments (II-5.2)” which entered into force following publishment in the Official Gazette dated 28.06.2013 and numbered 28691, (v) “Circular on Principles Relating to Trades of Lease Certificates at the IMKB numbered 401” and (vi) “the Circular on Principles Relating to the Sale of Capital Market Instruments in Debt Instruments Market Issuance Market to Qualified Investor numbered 428”.

4. TYPES OF LEASE CERTIFICATES

In paralel with the practices throughout the world, five (5) types of lease certificates are indicated in the Article 4 of Communiqué as following; (i) Ownership-Based Lease Certificates (Sukuk Icara), (ii) Management Agreement-Based Lease Certificates (Musaqa), (iii) Trade-Based Lease Certificates (Murabaha), (iv) Partnership-Based Lease Certificates (Mudaraba/Musharaka), (v) Work Contract-Based Lease Certificates (Istisna).

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yeni sermaye piyasası araçlarının ülkemiz finansal piyasalarında işlem görmesine yönelik çalışmalar kapsamında hazırlanan Tebliğ, 07.06.2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Tebliğ’de düzenlenen konular; kira sertifikalarının nitelikleri, sertifikaların ihraç usulü ve VKŞ’lerin kuruluş ve işleyişleriyle ilgili esaslardır. Tebliğ ile anonim şirketlere kira sertifikası ihraç etme ve bu finansal araç ile sermaye piyasalarından fon temin etme imkanı tanınmıştır.

Tebliğ’in 12. maddesinin ikinci fıkrası ile yatırımcı hakları koruma altına alınmış, yatırımcılar hesabına VKŞ tarafından devralınmış olan varlıkların ya da bu varlıklardan elde edilen gelirlerin amacı dışında kullanılmasının önlenmesini sağlamak amacıyla, VKŞ esas sözleşmesi için Sermaye Piyasası Kurulu’nun uygun görüşünün alınması zorunlu tutulmuştur.

Sonuç olarak, Türkiye’de kira sertifikalarının yasal dayanakları, Tebliğ’e ek olarak; (i) 06.12.2012 tarihli ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, (ii) Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 1 Nisan 2010 tarihinde Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren “Seri III, No: 43 sayılı Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”, (iii) 22.06.2013 tarihli ve 28685 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren “İzahname Ve İhraç Belgesi Tebliği (II-5.1)”, (iv) 28.06.2013 tarihli ve 28691 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren “Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2)”, (v) “401 sayılı Kira Sertifikalarının İMKB’de İşlem Görmesine İlişkin Esaslar Genelgesi” ve (vi) “428 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Borçlanma Araçları Piyasası Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarı’nda Satışına İlişkin Esaslar Genelgesi” şeklinde sıralanabilir.

4. KİRA SERTİFİKALARININ TÜRLERİ

Dünyadaki uygulama ile de paralel olarak, Tebliğ’in 4. maddesinde beş (5) tür kira sertifikası öngörülmüştür. Bunlar; (i) Sahipliğe Dayalı (İcare), (ii) Yönetim Sözleşmesine Dayalı (Musaka), (iii) Alım-Satıma Dayalı (Murabaha), (iv) Ortaklığa Dayalı (Mudarebe/Müşareke) ve (v) Eser Sözleşmesine Dayalı (İstisna) kira sertifikalarıdır.

4.1. Ownership-Based Lease Certificates (Icara)

According to the Communiqué, “ownership-based lease certificate is a type of lease certificate by which investors are granted with right on assets leased to the originator⁷ or a third party.” In other words, this type of lease certificates are based on a leasing agreement and rights related to lease revenue of the real estate being subject matter of the agreement is transferred from the originator to the certificate holders.⁸ In this type of lease certificate, lease of defined, existing and known assets engaged with a lease agreement is paid to the lease certificate holder by the originator through ALC. At the end of lease period, i.e. at the end of the term of the lease certificate, ALC sells back the assets leased to the originator that has become the lessee. The price paid in return for the buy-back is paid to investors as redemption price. In other words, holder of the ownership-based lease certificates own the right to receive the lease revenue of the asset and proprietary right on the asset during the certificate term.⁹

According to the Communiqué, in the issues covered by this context; (i) an agreement is required to be executed for transfer of the ownership of the base assets or rights to ALC, (ii) if transfer of base assets and rights is subject to registration or other special formal requirements pursuant to applicable laws and regulations, all transactions required for transfer are required to be completed and (iii) ALC is required to have a direct power of disposal on assets or rights in the case of default.

If the asset on the basis of which lease certificates are issued is a real property, and if requested so by the originator, the right of repurchase is required to be annotated and registered in the land registry. The assets and rights on the basis of which lease certificates are issued under this context must not have been restricted by any real or personal rights in favor of third parties to the detriment of interests of lease certificate holders, and accordingly, the assets and rights must not have been restricted by an attachment or injunction.

Ownership-based lease certificate (Icara) is a capital market instrument which are preferred especially by companies which possess valuable real estates, on the other hand need liquid funds.

4.1. Sahipliğe Dayalı (İcare) Kira Sertifikaları

Tebliğ'e göre “sahipliğe dayalı kira sertifikaları yatırımcıların, kaynak kuruluşu⁷ ya da üçüncü kişiye kiralanan varlıklar üzerinde hak kazandığı kira sertifikası türüdür.” Bir başka deyişle, bu kira sertifikası türü bir kira sözleşmesine dayanır ve sözleşmeye konu edilen gayrimenkulün kira gelirlerine ilişkin haklar mal sahibinden sertifika sahibine geçer.⁸ Bu kira sertifikası yönteminde, bir kira sözleşmesi ile bağlanmış tanımlı, mevcut ve bilinen varlıkların kira bedeli, kaynak kuruluş tarafından VKŞ aracılığı ile kira sertifikası sahibine ödenir. VKŞ, kiracı konumuna gelen kaynak kuruluşu, kiralama periyodu, yani kira sertifikası vade süresi sonunda kiralanan varlığı geri satar. Geri alma karşılığı ödenen bedel de itfa bedeli olarak yatırımcılara ödenir. Yani sahipliğe dayalı kira sertifikası sahipleri, sukuka konu varlığın mülkiyet hakkına ve varlıktan kira alma hakkına vade boyunca sahip olmaktadır.⁹

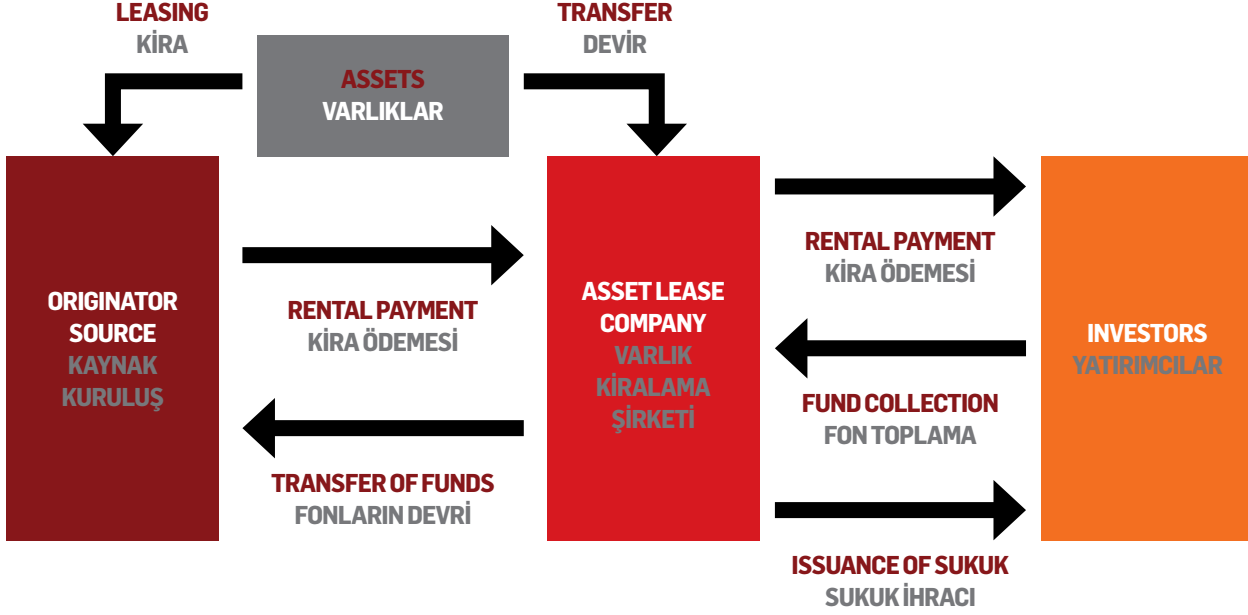
Tebliğ'e göre bu kapsamdaki ihraçlarda; (i) dayanak varlığın veya hakkın sahipliğinin VKŞ'ye devrine ilişkin sözleşme düzenlenmesi, (ii) devre konu varlık ve hakların devrinin tescile veya ilgili mevzuat uyarınca özel şekil şartlarına tabi olması durumunda devir için gerekli işlemlerin yerine getirilmesi ve (iii) VKŞ'nin temerrüt halinde varlık veya haklar üzerinde doğrudan tasarruf yetkisine sahip olması zorunludur.

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

Sahipliğe dayalı (icare) kira sertifikası, özellikle mülkiyetinde değerli gayrimenkulleri bulunan, bununla birlikte likit fon ihtiyacı duyan şirketler tarafından tercih edilen bir sermaye piyasası aracıdır.

The structure of ownership-based lease certificates can be seen in the diagram below:

Sahipliğe dayalı kira sertifikası yapısı aşağıdaki diyagramda görülebilir:



4.2. Management Agreement-Based Lease Certificates (Musaqa)

Management agreement-based lease certificates are issued for the purpose of transfer of revenues obtained as a result of management in favor of ALC of assets or rights owned by the originator within the frame of provisions of the management agreement. The said income is paid to the investors as coupon payment and/or redemption fee depending on how the instrument is structured.

In issuances within this context, an agreement shall be entered into by and between originator and ALC, for management of assets or rights owned by the originator in favor of ALC, without transfer of ownership thereof. Principles related to the revenue of ALC or calculation of such revenue is required to be regulated within the agreement.

This type of lease certificate may be used when the originator owns fixed-income assets, however the right of possession of the assets can not be transferred or such a transfer is not desired.. For instance in energy sector, this mechanism may be established by means of providing investors with lease certificate incomes through the transfer of incomes derived from tariff of electricity generation power plants to ALC via management contract.

4.2. Yönetim Sözleşmesine Dayalı (Musaka) Kira Sertifikaları

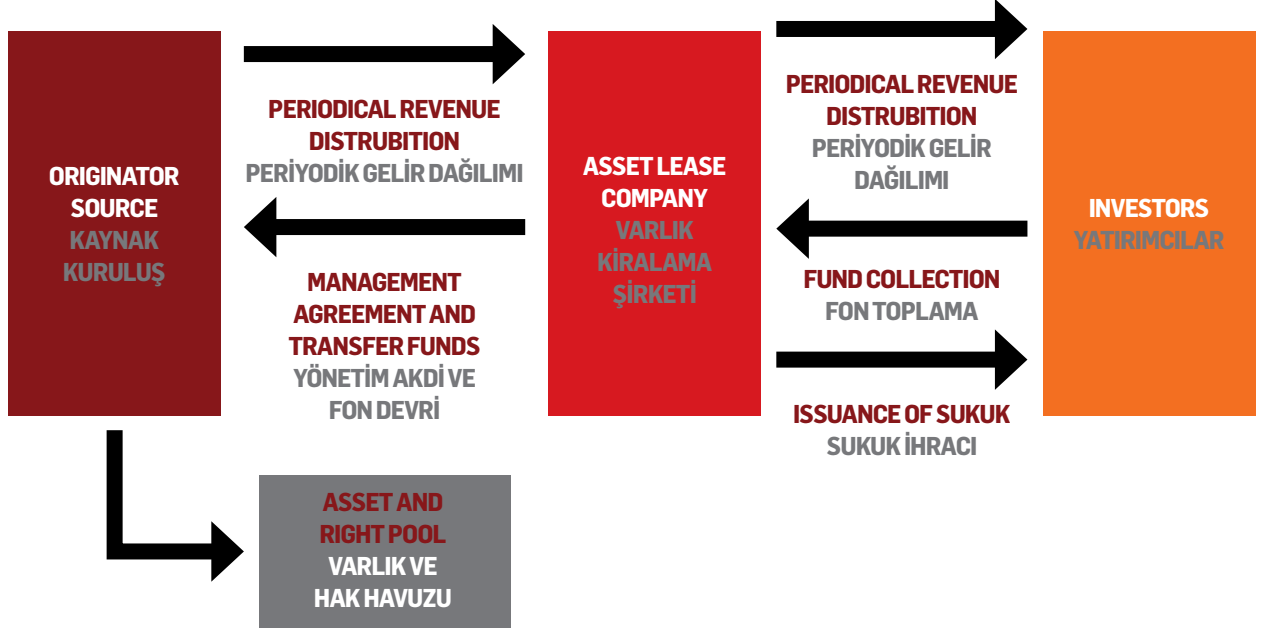
Yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikaları, kaynak kuruluşa ait varlık veya hakların vade boyunca VKŞ lehine yönetilmesi neticesinde elde edilen gelirlerin, sözleşme hükümleri çerçevesinde VKŞ'ye aktarılması amacıyla ihraç edilir. Söz konusu gelirler ise aracın nasıl yapılandırıldığıyla bağlı olarak, kupon ödemeleri ve/veya itfa bedeli olarak yatırımcılara ödenir.

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 gelir veya bu gelirin hesaplanmasına ilişkin esasların ilgili sözleşmede düzenlenmesi zorunludur.

Bu tür kira sertifikaları mülkiyet hakkının devredilemediği veya devredilmek istenmediği ama sabit gelirleri olan varlık yapılarının mevcut olduğu kira sertifikalarında kullanılabilir. Örneğin enerji sektöründe, elektrik üretim santrallerinin tarifeden kaynaklı gelirlerinin, yönetim sözleşmesi ile VKŞ'ye devri suretiyle yatırımcılara kira sertifikası gelirlerinin sağlanması yoluyla bu mekanizma kurulabilir.

The structure of management agreement-based lease certificates can be seen in the diagram below:

Yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikası yapısı aşağıdaki diyagramda görülebilir:



4.3. Trade-Based Lease Certificates (Murabaha)

Trade-based lease certificates are lease certificates issued to finance the purchase of certain assets or rights through ALC via deferred payment basis and sale to companies having certain qualifications.

In this model, ALC, which issues the lease certificate to purchase an asset or a right, sells by deferred payment basis, the asset or right it purchased to the companies indicated in the first paragraph of Article 12 of the Communiqué. ALC is under the obligation to purchase the base assets or rights from the spot market and to resell them on deferred payment basis at a price above their cost, by no later than the business day immediately following the date of transfer of the funds collected from issuance to its account. According to the paragraph 3 of Article 7 of the Communiqué, assets or the rights mentioned in the purchase and sale transactions are required to be purchased and sold in Borsa İstanbul Anonim Şirketi or in other liquid markets¹⁰. In case that this transaction is not executed in the following business day, the lease certificate holders shall be refunded in two business days. Thereby, investors are put under protection. The companies mentioned in the first paragraph of Article 12 of the Communiqué, to which ALC is obliged to sell asset or rights are: (i) banks, (ii) intermediary institutions which operates in any one of portfolio brokerage, general custody services or underwriting activities, (iii) mortgage finance institutions, (iv) real estate investment companies listed in the exchange, (v) public corporations

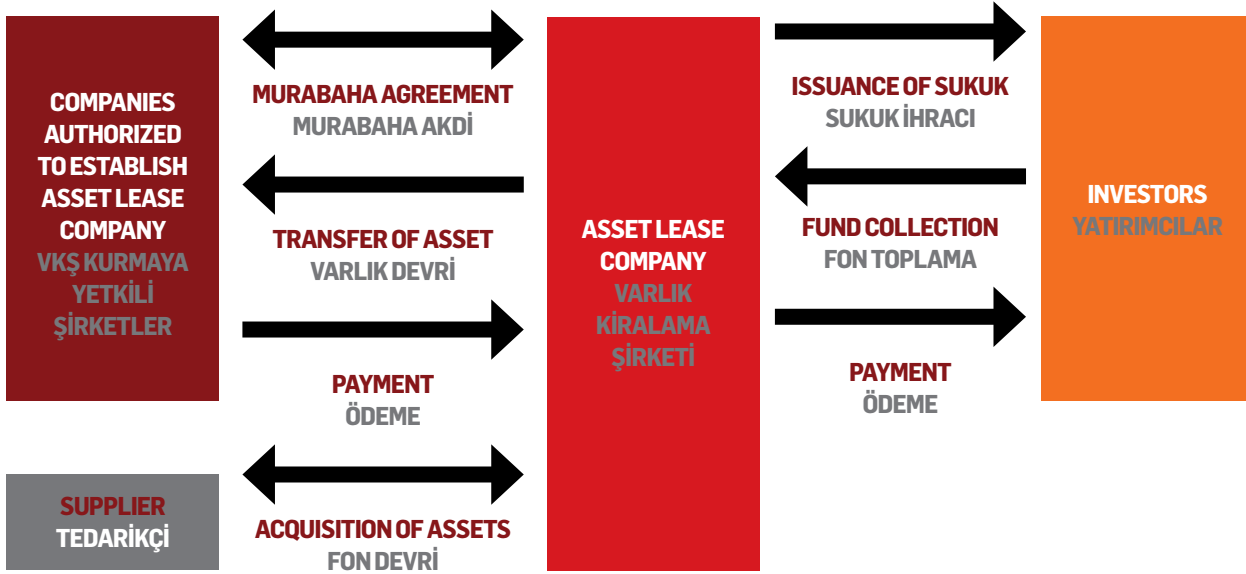
4.3. Alım-satıma Dayalı (Murabaha)Kira Sertifikaları

Alım-satıma dayalı kira sertifikaları, bir varlık veya hakkın VKŞ tarafından satın alınarak belirli nitelikteki şirketlere vadeli olarak satılması işleminde, varlık veya hak alımının finansmanını sağlamak için ihraç edilen kira sertifikalarıdır.

Bu modelde bir varlık ya da hakkı satın almak için kira sertifikası ihraç eden VKŞ, bu ihraçla edindiği finansmanla satın aldığı varlık veya hakkı Tebliğ'in 12. maddesi birinci fıkrasında belirtilen şirketlere vadeli olarak satar. VKŞ varlık veya hakkı satın almak amacıyla yaptığı ihraçtan elde ettiği fonların hesabına aktarıldığı günü izleyen iş günü varlık veya hakları spot piyasadan almak ve maliyetinin üstünde bir bedelle vadeli olarak satmak zorundadır. Tebliğ'in 7. maddesinin üçüncü fıkrasına göre, alım-satım işlemlerinde bahsedilen varlık veya hakların Borsa İstanbul Anonim Şirketi veya diğer likit piyasalarda¹⁰ alınıp satılması zorunludur. Bu işlemin izleyen işgünü içerisinde gerçekleştirilmemesi halinde kira sertifikası sahiplerinden toplanan fonlar bu kişilere iki iş günü içerisinde iade edilir. Böylece yatırımcılar koruma altına alınmış olmaktadır. Tebliğ'in 12. maddesinin birinci fıkrasında sayılan, VKŞ'nin aldığı varlık veya hakları satmak zorunda olduğu şirketler ise şunlardır: (i) Bankalar, (ii) Portföy aracılığı, genel saklama hizmeti veya aracılık yüklenimi faaliyetlerinden herhangi birini yürütecek olan aracı kurumlar, (iii) İpotek finansmanı kuruluşları, (iv) Payları borsada işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları, (v) Birinci ve ikinci

included in first and second groups determined within the frame of Capital Markets Board's corporate governance regulations, (vi) companies which are granted a long-term investment grade rating upon demand in the currency which the issue is denominated and (vii) companies of which 51% or more of capital shares are held directly by the Undersecretariat of Treasury. Since these institutions are same as those that are authorized to establish ALC, it may clearly be said that such type of certificate is issued by the companies that are authorized to establish ALC, which need financing regarding purchase of products traded in liquid markets.

The structure of trade-based lease certificates may be seen in the diagram below:



4.4. Partnership-Based Lease Certificates (Mudaraba/Musharaka)

Partnership-based lease certificates, which is the most comprehensively regulated type in the Communiqué, is defined as the lease certificate “issued by ALC for the purpose of partnership in a joint venture.” The parties to this partnership are venturers who are issuers of capital and capital owners who are funders. In other words, the target with issuance of certificate is the sourcing of the equity capital of an enterprise. Accordingly, “Mudaraba” is a partnership agreement between ALC and originator. Profit acquired during the life of the joint venture is distributed as per profit share percentages in the partnership agreement between ALC and originator. Although profits acquired are shared through a predetermined rate between the two parties, loss is covered between both parties or only by the originator depending on the contractual structure of the partnership. Originator may become entitled to receive

grupta yer alan halka açık ortaklıklar, (vi) Derecelendirme kuruluşlarından isteğe bağlı olarak belli seviyede yatırım yapılabilir notu alan ortaklıklar ve (vii) Sermayelerinin % 51 veya daha fazlası doğrudan Hazine Müsteşarlığı'na ait olan ortaklıklar. Bu kuruluşların, aynı zamanda VKŞ kurmaya yetkili kuruluşlar olduğundan bahisle, bu sertifika türünün likit piyasalarda alım-satımı yapılan malların alınmasına ilişkin finansman ihtiyacı olan ve VKŞ kurmaya yetkili şirketler tarafından ihraç edileceği söylenebilir.

Alım satıma dayalı kira sertifikası yapısı aşağıdaki diyagramda görülebilir:

4.4. Ortaklığa Dayalı (Mudarebe/Müşareke) Kira Sertifikaları

Tebliğ'de en kapsamlı düzenlenmiş kira sertifikası tipi olan ortaklığa dayalı kira sertifikaları, “VKŞ'nin ortak girişime ortak olmak amacıyla ihraç ettiği” kira sertifikaları olarak tanımlanmıştır. Bu ortaklığın tarafları sermaye ihraççısı girişimci ve fon veren sermaye sahipleridir. Bir başka deyişle, sertifika ihraçlarında hedeflenen, bir girişimin öz sermayesinin temin edilmesidir. Buna göre “Mudarebe” VKŞ ile kaynak kuruluş arasında yapılan bir ortaklık anlaşmasıdır. Ortak girişim süresince elde edilen karlar ortaklık sözleşmesinde anlaşılan kar paylaşım oranında VKŞ ile kaynak kuruluş arasında bölünür. Elde edilen kâr, önceden belirlenen oran üzerinden iki taraf arasında paylaşılırken, zarar ortaklık ilişkisinin sözleşmesel yapısına göre iki taraf arasında veya sadece kaynak kuruluş tarafından karşılanmaktadır. Kaynak kuruluş kar paylaşımına ek olarak (ortaklık sözleşmesinde var ise) ortaklık sözleşmesinde belirlenen

performance fee in addition to profit sharing (If it exists in partnership agreement), if the minimum return criteria specified in the partnership agreement is exceeded. On the other hand, in case that the market value of company being subject matter of lease certificate is increased in the time being, the lease certificate holder shall not have any right related to such increase in the market value.¹¹

According to paragraph 5 of the Article 8 of the Communiqué, in partnership-based lease certificates, by appointing ALC as the representative of lease certificate holders or as the fiduciary, it is required to establish a pledge in favor of ALC on properties of the joint venture or on properties of other partners other than those put into the joint venture for the benefit of lease certificate holders due to the fact that investors undertake more risks in this type of lease certificate compared to other types. Registrations that must be done in the land register in the establishment of pledge on real property, are also indicated in the Communiqué. In case that the joint venture incur loss, loss of investors may be covered by selling the pledged assets. Besides, from which sources and in which order the payment shall be made to the lease certificate holders is designated in the Communiqué if joint venture incurs loss due to bad faith or unlawful acts of partners other than the ALC or the third persons appointed by those partners.

Partnership-based lease certificates may be issued in two types:

a) Lease Certificates prepared to be issued for joint ventures into which ALC exclusively and solely puts capital

Joint venture is defined in the Communiqué as; “a capital company or an ordinary partnership formed under a partnership agreement, which is founded in order to realize a new project or ensure that an existing project is further developed, or ensure that an economic activity is financed”. Accordingly, this joint venture may be established as a corporation or an ordinary partnership. When the joint venture is established as a corporation, it is required that the profit share percentages or the management by proxy fee shall be separately regulated within the articles of incorporation or articles of association. In subparagraph (b) of the paragraph 2 of Article 8 of the Communiqué, there is a limitation of liability stipulating that except for damages and losses that may be caused by bad faith or unlawful acts of the originator which is defined as the “venturer”, if the joint venture incurs losses, ALC shall bear losses to the extent of the capital it put in the joint venture. At the same time, as per subparagraph (c) of the paragraph 2 of Article 8 of the Communiqué, whether a collateral shall be requested or not from the venture, for the purpose of indemnifica-

kıtas getiriye aşması halinde, gösterdiği performans için performans ücretine hak kazanabilir. Öte yandan, zaman içinde kira sertifikasına konu olan şirketin piyasa değerinde bir artış olması halinde kira sertifikası sahibinin bu piyasa değerindeki artışa ilişkin herhangi bir hakkı bulunmamaktadır.¹¹

Tebliğ’in 8. maddesinin beşinci fıkrasına göre, bu kira sertifikası tipinde yatırımcılar, diğer türlerden daha fazla risk üstlendikleri için ortaklığa dayalı kira sertifikası ihraçlarında, VKŞ kira sertifikası sahiplerinin temsilcisi tayin edilmek suretiyle, sertifika sahiplerine teminat amacıyla ortak girişimin veya diğer ortakların ortak girişim dışındaki mal varlıkları üzerinde VKŞ lehine rehin kurulması zorunludur. Gayrimenkuller üzerinde rehin kurulması halinde tapuda yapılması gereken tescil işlemleri de Tebliğ’de belirtilmiştir. Rehin yoluyla ortak girişimin zarar etmesi durumunda rehinli mallar sattırılarak yatırımcıların zararı karşılanabilecektir. Ayrıca Tebliğ’de ortak girişimin VKŞ dışındaki ortakları ya da bunlar tarafından atanan üçüncü kişilerin kötü niyeti veya hukuka aykırı fiilleri nedeniyle zarara uğraması halinde, kira sertifikası sahiplerine hangi kaynaklardan hangi sıraya göre ödeme yapılacağı belirtilmiştir.

Ortaklığa dayalı kira sertifikalarının iki türlü ihraç edilmesi mümkündür:

a) Münhasıran VKŞ’nin sermaye koyduğu ortak girişimler için ihraç etmek üzere hazırlanan kira sertifikaları

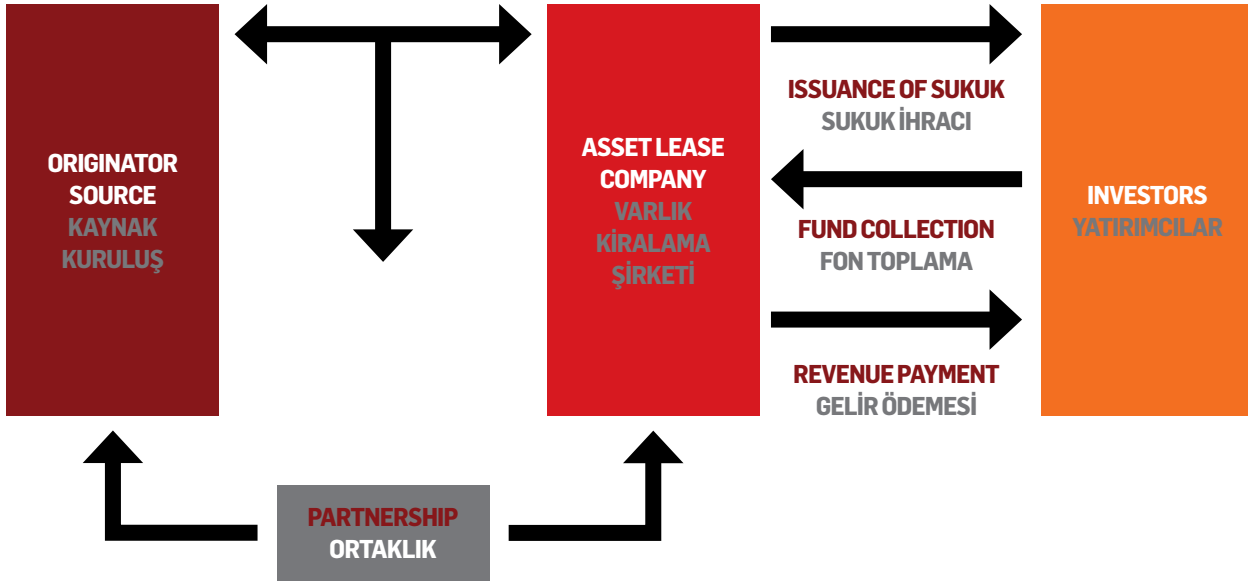
Tebliğ’de ortak girişim; “yeni bir projeyi gerçekleştirmek, mevcut bir projenin geliştirilmesini veya herhangi bir iktisadi faaliyetin finansmanını sağlamak için kurulan sermaye şirketini veya ortaklık sözleşmesi düzenlenmesi yoluyla oluşturulan adi ortaklık” olarak tanımlanmıştır. Buna göre ortak girişim sermaye şirketi olarak yapılandırılabilir gibi, adi ortaklık şeklinde de kurulabilir. Ortak girişimin sermaye şirketi şeklinde yapılandırıldığı ihraçlarda paylaşım oranının veya ortak girişimi yönetecek kişiye verilecek vekâlet ücretinin şirket sözleşmesi ve esas sözleşmede ayrıca düzenlenmesi gerekmektedir. Tebliğ’in 8. maddesinin 2. fıkrasının (b) bendinde “girişimci” olarak nitelendirilen kaynak kuruluşun kötü niyeti veya hukuka aykırı eyleminden kaynaklanmayan bir olaydan ötürü ortak girişimin zararları sonuçlanması halinde, VKŞ’nin bu zarara koyduğu sermaye ile sınırlı olarak sorumlu olmasını öngören bir sorumluluk sınırı yer almaktadır. Bununla birlikte Tebliğ’in 8. maddesinin 2. fıkrasının (c) bendi uyarınca, girişimcinin ya da girişimcinin atayacağı üçüncü kişilerin vereceği zararın tazmini amacıyla girişimciden teminat istenip istenemeyeceği ve teminatın nitelik ve niceliği esas sözleşmede, ortaklık sözleşmesinde ve şirket sözleşmesinde belirtilmelidir.

tion of damages and losses that may be caused by bad faith or unlawful acts of venturer or third parties appointed by the venturer, and if a collateral is requested, the quality and quantity of the collateral must be regulated in partnership agreement, articles of incorporation or articles of association.

b) Lease certificates issued for financing of the joint ventures into which cash capital is put by ALC, and capital other than personal labor or goodwill is put by other partners

There is also a limitation of liability in this type of partnership-based lease certificates similar to the type mentioned in the above section. Accordingly, except for damages and losses that may be caused by bad faith or unlawful acts of venturer, the partners shall incur losses in proportion to their capital shares and to the extent of capital put by them into the joint venture. In the same manner, whether a collateral shall be requested or not from the partners and other related issues must be regulated in partnership agreement, articles of incorporation or articles of association.

The structure of partnership-based lease certificates can be seen in the diagram below:



4.5. Work Contract-Based Lease Certificates (İstisna)

According to Article 9 of the Communiqué, work contract-based lease certificates are lease certificates issued for the purpose of creation of works pursuant to a work contract¹² to which ALC is a party as the employer. In this transaction, ALC issues lease certificate for the purpose of providing financing for the creation of a particular work. In this context, ALC enters into the work contract as the owner to

b) VKŞ'nin nakdi sermaye, diğer ortakların ise kişisel emek veya ticari itibar haricinde sermaye koyduğu ortak girişimlerin finansmanı için ihraç edilen kira sertifikaları

Bu ortaklığa dayalı kira sertifikası tipinde de benzer şekilde bir sorumluluk sınırı yer almaktadır. Buna göre girişimcinin kötü niyeti ve hukuka aykırı eylemleri dolayısıyla oluşabilecek zararlar hariç olmak üzere, ortaklar zarara sermaye payları oranında ve koydukları sermaye ile sınırlı olarak katılırlar. Aynı şekilde ortaklardan teminat istenip istenmeyeceği ve ilgili diğer hususlar ortaklık sözleşmesi, şirket sözleşmesi veya esas sözleşmede düzenlenmelidir.

Ortaklığa dayalı kira sertifikası yapısı aşağıdaki diyagramda görülebilir:

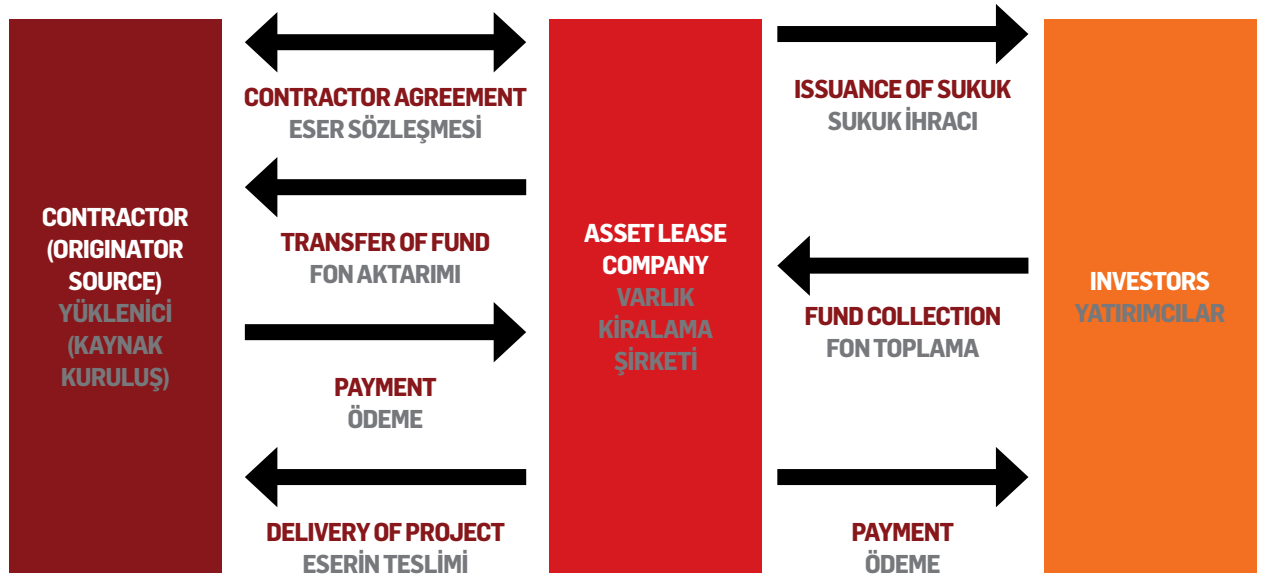
4.5. Eser Sözleşmesine Dayalı (İstisna) Kira Sertifikaları

Tebliğ'in 9. maddesine göre eser sözleşmesine dayalı kira sertifikaları, VKŞ'nin iş sahibi sıfatıyla taraf olduğu bir eser sözleşmesi¹² kapsamında eserin meydana getirilmesini sağlamak amacıyla ihraç edilen kira sertifikalarıdır. Bu işlemde VKŞ belli bir eserin meydana getirilmesi için finansman sağlamak amacıyla kira sertifikası ihraç eder. Bu kapsamdaki ihraçlarda VKŞ, kendi adına ve kira sertifikası

be signed in its own name and in the account of lease certificate holders. Originator is involved in this agreement as the contractor. Work created may be leased for the purpose of obtaining periodical returns and paying these to investors as coupon price or sold by ALC to originator at expiration date without leasing. All of the proceeds of sale is collected by ALC as of expiration of maturity date of the lease certificate and paid to the lease certificate holders. In addition to work contract-based lease certificates and procurement of financing, within this type of lease certificates, service contracts and other agreements such as contracts of construction in return for flats or lands, or partnership agreements may also be signed.

According to the paragraph 5 of Article 9 of the Communiqué, where the price of work is paid in advance by ALC to the contractor, the contractor is obliged to establish a pledge on movables or real properties or grant other similar guarantees in favor of ALC in order to secure the complete and timely completion of the work.

The structure of Work Contract-Based Lease Certificates, which are mainly used in construction projects to provide¹³ finance, can be seen in the diagram below:



5. ISSUANCE OF LEASE CERTIFICATE

Lease certificates may be issued by sales through public offering or without public offering as per Turkish Law. Sales without public offering may be in the form of private placement or sales to qualified investors. Lease certificates to be offered to public must be listed and traded in the exchange. As per Turkish Law, for the issuance of any kind of lease

sahipleri hesabına akdedilecek eser sözleşmesine iş sahibi sıfatıyla taraf olur. Kaynak kuruluş ise bu sözleşmede yüklenici sıfatıyla yer almaktadır. Yapılan eser VKŞ tarafından dönemsel getiri elde etmek ve bunları yatırımcılarına kupon bedeli olarak ödemek amacıyla kiralanabilir veya kiralanmaksızın doğrudan vade sonunda kaynak kuruluşa satılabilir. Kira sertifikasının vade bitim tarihi itibarıyla satış bedelinin tamamı VKŞ tarafından tahsil edilir ve kira sertifikası sahiplerine ödenir. Eser sözleşmesine dayalı kira sertifikası ihracı ve finansman edinilmesi ile birlikte bu türden kira sertifikaları kapsamında hizmet sözleşmeleri kurulabilir, kat karşılığı veya arsa karşılığı inşaat veya ortaklık projeleri gibi sair birçok proje ve sözleşme yapılabilir.

Tebliğ'in 9. maddesinin 5. fıkrasına göre eser bedelinin VKŞ tarafından yüklenici kaynak kuruluşa peşin ödendiği durumlarda, eserin tam ve zamanında tamamlanmasını teminen yüklenici kaynak kuruluş tarafından VKŞ lehine menkul ve gayrimenkul rehni veya benzer nitelikte teminat verilmesi zorunludur.

Özellikle inşaat projelerine finansman temininde¹³ kullanım alanı bulan eser sözleşmesine dayalı kira sertifikası yapısı aşağıdaki diyagramda görülebilir:

5. KİRA SERTİFİKALARININ İHRACI

Türk Hukuku uyarınca kira sertifikaları halka arz edilecek ya da halka arz edilmeksizin ihraç edilebilir. Halka arz edilmeksizin yapılacak ihraçlar, "tahsisli satış" ve "nitelikli yatırımcıya satış" olmak üzere iki şekilde yapılabilir. Halka arz edilecek kira sertifikalarının ise borsada işlem görmesi zorunludur. Türk Hukuku uyarınca her tür kira sertifika-



certificates, an application to the Capital Market Board shall be made. Whether the lease certificate will be issued in the domestic market or abroad shall not make any difference in this regard.

According to the Communiqué, in some cases, an appraisal report is required to be prepared within international appraisal standards by appraisal companies pursuant to the relevant regulations of the Capital Markets Board. These cases are: (i) in the of ownership-based lease certificates, when the assets or rights are transferred to ALC and they are retransferred from ALC to originator or to third parties, (ii) in the partnership-based lease certificates, at the stage of determination of the project value being the main activity of the joint venture and if and when partners of joint venture other than ALC, put assets or rights, other than cash, into joint venture and (iii) in the work contract-based lease certificates, in the process of determining the price of the work before sales contracts of such work is settled.

Issuance of leasing certificate is realized by means of (i) taking board of directors decision by ALC pursuant to Turkish Commercial Code numbered 6102 and principles of commercial law, (ii) signing of the contracts to be signed

sının ihraç edilebilmesi için Sermaye Piyasası Kurulu'na başvuruda bulunulmalıdır. Kira sertifikasının yurtiçinde yahut yurtdışında ihraç edilecek olması bu bakımdan fark yaratmayacaktır.

Tebliğ'e göre bazı hallerde, varlık değerlendirme şirketleri tarafından uluslararası değerlendirme standartları çerçevesinde, SPK'nın ilgili düzenlemelerine uygun şekilde değerlendirme raporunun hazırlanması zorunlu tutulmuştur. Bu haller şunlardır: (i) sahipliğe dayalı kira sertifikası ihraçlarında varlığın veya hakkın, VKŞ'ye devri ile VKŞ'den kaynak kuruluş veya üçüncü kişilere devri halinde, (ii) ortaklığa dayalı kira sertifikası ihraçlarında, ortak girişime konu proje değerinin belirlenmesi aşamasında ve/veya ortak girişimin VKŞ dışında kalan ortaklarının ortak girişime nakit dışında varlık veya hak koyması halinde ve (iii) eser sözleşmesine dayalı kira sertifikası ihraçlarında, eser bedelinin tespit edilmesi aşamasında ve/veya esere ilişkin satış sözleşmesinin düzenlenmesi öncesinde.

Kira sertifikasının ihracı; (i) 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ve Ticaret Hukuku prensipleri uyarınca VKŞ'nin yönetim kurulu kararı alması, (ii) kira sertifikası sürecinde imzalanacak sözleşmelerin imzalanması, (iii) İslam hukuku profesörlerinden kira sertifikasının şeriata uygunluğu



within the course of the lease certificate, (iii) obtaining a fetwa from an Islamic Law scholar on the conformity of the lease certificate to the sharia, (iv) signing an agreement with intermediary institution authorized for the issuance, (v) preparation of prospectus¹⁴ and other documents related to the application and (vi) application to the relevant institutions including Borsa Istanbul, Capital Market Board, Takasbank and the Central Registry Agency.

After this stage, if the lease certificate is issued through “public offering”, demands from investors are collected and lease certificates begin to be traded on the stock exchange with the gong ceremony. If lease certificate is issued through sale to “qualified investors”, first issuance is made before stock exchange in Qualified Investor’s Market. After the first issuance, the lease certificate is traded in the general market between qualified investors. Issuance with private placement is a process that occurs between the originator, ALC, intermediary institution and the already identified investors.

na dair fetva alınması, (iv) ihraca yetkili bir aracı kuruluş ile sözleşme imzalanması, (v) izahname¹⁴ ve başvuruya ilişkin sair belgelerin hazırlanması ve (vi) Borsa İstanbul, SPK, Takasbank ve Merkezi Kayıt Kuruluşu dahil olmak üzere ilgili kurumlara başvuruların yapılması suretiyle gerçekleştirilir.

Bu aşamadan sonra, kira sertifikasının ihracı eğer “halka arz yoluyla” gerçekleştirilecekse yatırımcılardan talepler toplanır ve gong seromonisiyle birlikte kira sertifikaları borsada işlem görmeye başlar. Eğer kira sertifikaları “nitelikli yatırımcıya satış” yoluyla ihraç ediliyor ise, ilk ihraç borsa nezdinde Nitelikli Yatırımcı Pazarı’nda yapılır. İlk ihraçtan sonra yine nitelikli yatırımcılar arasında alım satımı yapılmak üzere borsa nezdinde genel piyasada işlem görmeye başlar. Tahsisli satışlarda ise ihraç, kaynak kuruluş, VKŞ, aracı kuruluş ve daha önceden belirlenmiş yatırımcılar arasında gerçekleştirilir.

1 Erdal YILMAZ, “Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, January/2014

2 N. J. Adam and A. Thomas, Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk (London: Euromoney Books, 2004), page 43.

3 Global Islamic Finance Report 2012

4 Bloomberght (07/11/2013), Sukuk piyasasına bakış. Retrieved: 02/11/2014, <http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1453093-sukuk-piyasasına-bakis>

5 REUTERS (11/10/2012), MIDEAST DEBT-Turkey’s debut sukuk struggles after Gulf over-allocation. Retrieved: 02/11/2014, <http://uk.reuters.com/article/2012/10/11/turkey-sukuk-idUKL5E8K077320121011>

6 The abbreviation stands for the old name of the Istanbul Exchange

7 Originator shall mean the institution that provides the assets or rights for the issuance of the lease certificates, i.e. the sukuk issuer.

8 Erdal YILMAZ, “Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, January/2014

6. STRUCTURE OF ALC

ALC is an institution which (i) is founded as a joint stock company with the approval of the Capital Markets Board and Council of Ministers, (ii) has capital not less than the capital amount determined by the Capital Market Board and possess the other requisite qualifications in the Article 61 of Capital Market Law numbered 6362 and, (iii) is founded solely and exclusively to issue lease certificates.

6.1. Establishment and Functioning of ALC

ALC shall mean; the institutions which are founded by those specified in the Article 12 of the Communiqué in the form of a joint-stock company solely and exclusively to issue lease certificates within the frame of article 61 of the Capital Markets Law and the Communiqué. ALC may take over the assets of only one originator company at a time. It is mandatory that articles of association of the ALC bears the conditions required for establishment and is approved by the Capital Markets Board.

6. VKŞ'LERİN YAPISI

VKŞ'ler; (i) Sermaye Piyasası Kurulu'nun uygun görüşü ve Bakanlar Kurulu'nun izniyle anonim şirket şeklinde kurulan, (ii) sermayeleri kurulca belirlenen miktardan az olmayan ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 61. maddesinde yer alan diğer şartları taşıyan ve (iii) münhasıran kira sertifikası ihraç etmek üzere kurulan kuruluşlardır.

6.1. VKŞ'lerin Kuruluşu ve İşleyişi

VKŞ, Tebliğ ve Kanun'un 61'inci maddesi çerçevesinde münhasıran kira sertifikası ihraç etmek üzere anonim şirket şeklinde ve yalnızca Tebliğ'in 12. maddesinde belirtilenler tarafından kurulabilen kuruluşları ifade eder. VKŞ aynı anda tek bir kaynak kuruluşa ait varlıkları devralabilir. VKŞ esas sözleşmesinin kuruluş şartlarını taşıması ve Sermaye Piyasası Kurulu'na onaylanmış olması zorunludur.



1 "Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi", Erdal YILMAZ, Muhasebe ve Finansman Dergisi Ocak/2014

2 N. J. Adam and A. Thomas, Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk (London: Euromoney Books, 2004), sayfa 43.

3 Global Islamic Finance Report 2012

4 Bloomberght, yayınlanma tarihi: 07/11/2013, Sukuk piyasasına bakış. Erişim tarihi: 02/11/2014, <http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1453093-sukuk-piyasasına-bakis>

5 REUTERS, yayınlanma tarihi: 11 Ekim 2012, MIDEAST DEBT-Turkey's debut sukuk struggles after Gulf over-allocation. Erişim tarihi: 02 Kasım 2014, <http://uk.reuters.com/article/2012/10/11/turkey-sukuk-idUKL5E8K077320121011>

7 Söz konusu kısaltma Borsa İstanbul A.Ş.'nin eski ismini ifade eder.

8 Kaynak kuruluş, diğer bir deyişle ihraççı, kira sertifikalarının ihracı için varlık veya hakları sağlayan kuruluşu ifade eder.



6.2. Articles of Association of ALCs

ALCs' field of activity is included in their articles of association and consists of the following: (i) to issue lease certificates, (ii) to take over, lease any kind of assets on its own behalf and on account of lease certificate holders and to pay income acquired from assets lease certificate holders in pro-rata basis and (iii) at the end of the maturity of lease certificate and if it exists in initially agreed conditions, to transfer the asset being subject matter of the lease certificate to the originatorin return for its price.

ALC shall not engage in any commercial activity except for the abovementioned activities. Besides, ALC can not be involved in the following activities, according to paragraph 5 of Article 12 of the Communiqué: (i) ALC shall, under any name whatsoever, not borrow credits or loans, and not use its assets and rights for any purpose other than usual performance of operations listed above, (ii) ALC shall not establish any real right or pledge in favor of third parties on the assets and rights that it owns and (iii) ALC may not

6.2. VKŞ'lerin Esas Sözleşmesi

VKŞ'nin faaliyet konusu esas sözleşmesinde yer alır ve şu faaliyetlerden oluşur: (i) kira sertifikası ihraç etmek, (ii) kendi nam ve kira sertifikası sahipleri hesabına her türlü varlığı devralmak, kiralamak, varlıklardan elde edilen gelirleri payları oranında kira sertifikası sahiplerine ödemek ve (iii) kira sertifikası vadesi sonunda, başlangıçta anlaşılan koşullarda varsa kira sertifikasına konu varlığı kaynak kuruluşa bedelini almak suretiyle geri devretmek.

VKŞ, yukarıda sayılan faaliyetler dışında herhangi bir ticari faaliyetle uğraşamaz. Bunun yanında Tebliğ'in 12. maddesinin beşinci fıkrası uyarınca şu faaliyetlerde de bulunamaz: (i) her ne ad altında olursa olsun kredi kullanamaz, borçlanamaz, sahip olduğu varlıkları yukarıda ifade edilen faaliyetlerin olağan ifası dışında kullanamaz, (ii) sahip olduğu varlıklar üzerinde üçüncü kişiler lehine hiç bir ayni hak tesis edemez ve (iii) varlığı, sözleşmelerden kaynaklanan tüm yükümlülüklerini yerine getiren kaynak kuruluş dışında başka bir kişiye devredemez.



9 Erdal YILMAZ, "Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi", Muhasebe ve Finansman Dergisi, January/2014

10 Liquid markets are markets where a great number of independent and real trading bids exist, and where a last sales price or a price which is reasonably associated with the current real competitive trading bids can be determined during the day, and where transactions are executed in a short period of time which conforms to the established commercial practises. In this sense, copper, aluminum and oil commodity markets may be cited as examples for liquid markets.

11 Erdal YILMAZ, "Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi", Muhasebe ve Finansman Dergisi, January/2014

12 A construction agreement may be regarded as an example to such type of contract.



ransfer the asset to another person other than the originator that fulfilled its all obligations arising from the contracts.

Besides, terms related to redemption of lease certificates shall be regulated in articles of association of ALC. According to the Communiqué, it is required that in article of associations, an article shall exist related to distribution of the resources acquired from the assets being the subject matter of the lease certificate to lease certificate holders, in proportion to their shares, in the case of failure in performance of their undertakings.

6.3. Preparation of Annual Financial Report, Independent Audit and Publishing Obligation

It is required for the ALCs to prepare, perform audit through an independent auditor and publish their annual financial reports in accordance with the Capital Markets Board Communiqués. Information regarding payments made to lease certificate holders and any assets being subject matter of lease certificates that are sold through

Ayrıca, kira sertifikalarının itfa edilmesine ilişkin hususlar VKŞ'nin esas sözleşmesinde düzenlenir. Tebliğ uyarınca, kira sertifikası sahiplerine verilen taahhütlerin yerine getirilmemesi halinde, kira sertifikasına konu varlık devredilerek elde edilecek kaynağın kira sertifikası sahiplerine payları oranında dağıtılacağına ilişkin, esas sözleşmede hüküm yer alması zorunludur.

6.3. Finansal Tablo Hazırlama, Bağımsız Denetim ve İlan Yükümlülüğü

VKŞ'lerin ilgili SPK tebliğlerine uygun olarak yıllık finansal tablo düzenlemeleri, bu finansal tabloları bağımsız denetimden geçirmeleri ve ilan ettirmeleri zorunludur. Halka arz yoluyla satılan her bir kira sertifikasına konu varlıklara ve kira sertifikası sahiplerine yapılan ödemelere ilişkin bilgiler, söz konusu kira sertifikası itfa edilene kadar her üç ayda bir VKŞ tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nca uygun görülecek şekil ve şartlarda ilan edilir.

Kira sertifikasının bir borsada işlem görmesi durumunda kaynak kuruluşun veya VKŞ'nin

9 "Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi", Erdal YILMAZ, Muhasebe ve Finansman Dergisi Ocak/2014

9 "Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi", Erdal YILMAZ, Muhasebe ve Finansman Dergisi Ocak/2014

10 Likit piyasalar, bağımsız ve çok sayıda alım-satım tekliflerinin bulunduğu, gün içinde son satış fiyatı veya cari gerçek rekabetçi alım-satım teklifleri ile makul ölçüde ilişkili bir fiyatın belirlenebildiği ve işlemlerin ticari teamüllere uygun olan kısa bir süre içerisinde gerçekleştiği piyasalardır. Bu anlamda, bakır, alüminyum ve petrol gibi emtia piyasaları likit piyasalara örnek olarak gösterilebilir.

11 "Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi", Erdal YILMAZ, Muhasebe ve Finansman Dergisi Ocak/2014

12 İnşaat sözleşmeleri bu sözleşme türüne örnek olarak gösterilebilecektir.



public offering, are published by ALC once every three months until the lease certificate in question is redeemed and in the manner and terms approved by the Capital Markets Board.

The day on which the report is signed, the originator or ALC shall publish the report in (i) the Public Disclosure Platform and in originator's or ALC's internet site, if lease certificate is traded in the exchange (ii) in the internet site indicated in the prospectus or circular, if the lease certificate is not traded in the exchange.

6.4. Rights of the Lease Certificate Holders

Lease certificate holders are entitled for the income derived from the assets related to their own tenor in proportion to their shares. This matter shall also be indicated in the articles of association of ALC. Assets being the subject matter of the each lease certificate and incomes to be acquired from these assets are monitored in accounting records of ALC by means of association with lease certificate holders in proportion to their shares.

internet sitesinde ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda, işlem görmemesi durumunda izâhname ve sirkülerde belirtilen internet sitesinde, raporun imzalandığı gün kaynak kuruluş veya VKŞ tarafından ilan edilir.

6.4. Kira Sertifikası Sahiplerinin Hakları

Kira sertifikası sahipleri, kendi tertiplerine ilişkin varlıklardan elde edilen gelirlerde payları oranında hak sahibidirler. Bu durum VKŞ esas sözleşmesine yazılır. Her bir kira sertifikasına konu varlıklar ve bu varlıklardan elde edilecek gelirler, kira sertifikası sahipleriyle payları oranında ilişkilendirilmek suretiyle, VKŞ'nin muhasebe kayıtlarında izlenir.

Kira sertifikası sahiplerine yapılacak ödemelerin vadeleri yönetim kurulu tarafından belirlenir ve buna ilişkin bilgilere izâhnamede veya nitelikli yatırımcılara yapılacak duyurularda yer verilir. Ödemeler VKŞ'nin devraldığı varlık veya haklardan kaynaklanan gelirlerden karşılanır. VKŞ aynı anda tek bir tertip kira sertifikası ihraç edebilir. Tedavüldeki kira sertifikaları itfa edilmeden yeni bir kira sertifikası ihracı yapılamaz.

13 For instance, İFM İstanbul Finans Merkezi İnşaat Taahhüt A.Ş. is originator and proxy, with expertise that it will provide during project, of Aktif Bank Sukuk Varlık Kiralama A.Ş. founded to issue lease certificates based on expected sales revenues of real estates of which construction is started to be builded by İFM İstanbul Finans Merkezi İnşaat Taahhüt A.Ş. and client role belongs to Aktif Bank Sukuk Varlık Kiralama A.Ş. which is asset lease company. As per press statement, the lease certificates to be issued amounting up to \$200 million nominal value and in 12-24 months term, shall be sold to qualified investors in Borsa İstanbul.

14 In the issuances of private placement or qualified investors the document to be prepared is not prospectus but issue document.

The maturity of payment to be made to lease certificate holders is determined by the board of directors and information in this regard is included in prospectus or notification to be made to the qualified investors. Payments are covered by incomes acquired from the assets or rights taken over by ALC. ALC may issue a single tenor lease certificate at once. A new lease certificate may not be issued without redemption of lease certificates in the market.

7. CONCLUSION

Lease certificates are securities which provide lease certificate holders with rights, in proportion to their share, on the income derived from asset and rights obtained by ALC on its own behalf and on account and in favor of lease certificate holders. Lease certificates provide fund to institutions which have valuable assets or have the potential to generate revenue but need liquidity and gives opportunity to persons and institutions which do not prefer financial instruments based on interest, to generate revenue from their current funds. Besides, it serves purposes such as providing the overall financial system with additional funds and recording unrecorded economic activities. Due to these features, the significance of the lease certificates increases.

Following the enactment of the relevant legislation in Turkey on 2010, sukuk with the name "lease certificates" took their place in the Turkish Capital Market. On the other hand, the lease certificate market is much far from its potential, given that the practice in Turkey is yet mostly in the nature of practise of ownership-based lease certificates (icara). In the current process, there is no doubt that this scope will expand through; (i) expansion of tax advantages and other incentives, (ii) development and extension of legislation with the growing experience obtained from practice, (iii) increase of attention of the business world to alternative capital market instruments and (iv) increase of expertise regarding lease certificates in the professional arena.

7. SONUÇ

Kira sertifikaları, VKŞ'lerce kendi nam ve ser-tifika sahiplerinin hesabına ve yararına elde edilen varlık veya haklardan elde edilen gelirler-den, sertifika sahiplerinin payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymetlerdir. Kira sertifikaları, değeri yüksek varlıklara veya gelir üretme potansiyeline sahip olmasına rağmen likidite ihtiyacı olan kurumlara fon desteği; faizli yatırım araçlarını tercih etmeyen kişi ve kurumlara mevcut fonlarından gelir elde edebilme imkânı sağlamaktadır. Bununla birlikte, finansal sisteme girmeyen fonların sisteme kazandırılması ve kayıt dışı ekonomik faaliyetlerin kayıt altına alınması gibi amaçlara hizmet etmektedir. Bu özellikleri itibari ile de önemi gittikçe artmaktadır.

Türkiye'de 2010 yılından itibaren yapılan yasal düzenlemeler ile birlikte, "kira sertifikası" adıyla sukuk Türk Sermaye Piyasası'nda yerini almış bulunmaktadır. Bununla birlikte Türkiye'deki uygulama çoğunlukla sahipliğe dayalı (icare) kira sertifikalarının uygulaması niteliğinde olduğundan, henüz potansiyelinden çok uzakta bulunduğunu belirtmek yerinde olacaktır. Günümüzdeki süreçte, (i) vergi avantajları ve diğer teşviklerin genişletilmesi, (ii) uygulamanın getirdiği tecrübelerle dayanarak mevzuatın genişletilmesi ve geliştirilmesi, (iii) iş dünyasının alternatif sermaye piyasası araçlarına ilgisinin artması ve (iv) kira sertifikaları ihracı konusunda uzman profesyonellerin yetişmesi ile birlikte bu kapsamın genişleyeceği şüphesizdir.



13 Örneğin, İFM İstanbul Finans Merkezi İnşaat Taahhüt A.Ş. tarafından inşaatı yapılmaya başlanılan gayrimenkullerin beklenen satış gelirlerine dayanılarak, kira sertifikaları ihraç etmek üzere oluşturulan Aktif Bank Sukuk Varlık Kiralama A.Ş.'nin kaynak kuruluşu ve proje boyunca sağlayacağı uzmanlık ile vekili İFM İstanbul Finans Merkezi İnşaat Taahhüt A.Ş. olup müvekkil fonksiyonu ise varlık kiralama şirketi olan Aktif Bank Sukuk Varlık Kiralama A.Ş.'ye aittir. Basın açıklamasına göre, 12-24 ay vadede, 200 milyon TL'ye kadar nominal tutarda ihraç edilecek kira sertifikaları Borsa İstanbul'da nitelikli yatırımcılara satılacaktır.

14 Tahsisli satış veya nitelikli yatırımcıya satış yöntemiyle yapılacak ihraçlarda, hazırlanacak belge izahname değil, ihraç belgesi olacaktır.