

ARAŞTIRMA MAKALESİ / RESEARCH ARTICLE

**Temerrüde Düşen Önemli Sukuk İhraçlarına
İlişkin Vaka Analizi**Nurullah Tırman¹İbrahim Keçeci²**Öz**

İslami sermaye piyasasının en önemli enstrümanı olarak görülen sukuk, iktisadi değer sunan bir varlık veya projenin İslami finans sözleşmeleri çerçevesinde menkul kıymetleştirilmesi olarak tanımlanmaktadır. Sukuk sahipleri, menkul kıymetleştirilen varlıklar üzerinden alım-satıma (murabaha), kiralamaya (icâre), vekâlet yoluyla yönetime (el-vekâle bi'l-istismar), ortak girişim (mudârebe/müşâreke) ile bir projenin hayata geçirilmesine veya vadeli üretim sözleşmeleri üzerinden üretime (istisnâ/selem) dayalı olarak gelir elde edebilmektedir. İslami finans prensiplerine uyumlu olarak farklı sözleşme yapıları üzerinden menkul kıymetleştirilen sukuk, varlık-temelli (asset-based) ve/veya varlığa-dayalı (asset-backed) olarak yapılandırılabilir. Sukuk ihracının arkasında dayanak bir varlık bulunsa da çeşitli finansal risklere maruz kalmaktadır. Sukuk; kaynak kuruluş, yatırımcı ve piyasa yapısından kaynaklanan riskler gibi konvansiyonel finansal sistemdeki mevcut menkul kıymetlerin sahip olduğu risklerin yanı sıra İslami finans esasları doğrultusunda fikhî uyum sorunu, hukuki altyapının yetersiz olması gibi ilave risklere de maruz kalmaktadır. Bu çalışmada, sukuka ilişkin riskler ele alınarak, bu risklerin gerçekleşmesi sonucunda temerrüde düşen ve sukuk piyasasında yankı uyandıran dokuz farklı vaka örneği incelenmiş ve analiz edilmiştir. İncelenen vakalardaki temerrüt durumları, kaynak kuruluşların ticari, mali ve/veya dış faktörlerden kaynaklı problemler nedeniyle, sukuk yatırımcılarına olan yükümlülüklerini tam olarak karşılayamaması ya da zamanında karşılayamaması durumunda ortaya çıkmıştır.

Anahtar Kelimeler: : Sukuk, Sukuka İlişkin Riskler, Temerrüt, Sukuk Temerrüdü, Sukuk Vakaları.**JEL Sınıflandırması:** G15, G19, G24, G32, G33¹ İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi, Uluslararası Finans ve Katılım Bankacılığı Bölümü, Yüksek Lisans Öğrencisi.

E-posta: tirman.nurullah@std.izu.edu.tr

<https://orcid.org/0000-0002-8791-3069>² İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi, İşletme ve Yönetim Bilimleri Fakültesi, Arş. Gör.

E-posta: ibrahim.kececi@izu.edu.tr

<https://orcid.org/0000-0001-7247-5433>**Atıf/Citation:** Tırman, N., Keçeci, İ. (2024). Temerrüde Düşen Önemli Sukuk İhraçlarına İlişkin Vaka Analizi, *Maruf İktisat İslam İktisadi Araştırmaları Dergisi*, 4 (1), s.16-41.**DOI:** 10.58686/marufiktisat.1440420 • **Geliş/Received** - 20.02.2024 • **Kabul/Accepted** - 17.04.2024

Case Analysis With Regard to Significant Sukuk Defaults

Abstract

Sukuk, the most popular instrument of the Islamic capital markets, is defined as the securitization of an asset or a project that offers economic value within the framework of Islamic finance contracts. Sukuk holders earn income based on trading (*murabaha*), leasing (*ijarah*), management agreement (*al-wakala bi'l-istismar*), realization of a project with a joint venture (*mudarabah/musharakah*), or production through forward manufacturing (*istisna/salam*) contracts. Securitized from different contract structures in accordance with Shariah principles, sukuk can be structured as asset-based and/or asset-backed. Although there is an underlying asset behind the issuance of sukuk, it still carries various financial risks. In addition to the risks of existing securities in the financial system, such as the risks arising from the originator, investor and the market, sukuk is exposed to additional risks such as the problem of Shariah compliance in line with the principles of Islamic finance, and insufficient legal infrastructure. In this study, by considering the risks related to sukuk, nine important case examples that have defaulted as a result of the realization of sukuk risks and have been examined and analyzed. The default cases in the examined emerged when the originator could not meet their obligations to sukuk investors on time due to problems arising from their commercial, financial and/or external factors.

Keywords: Sukuk, Sukuk Risks, Default, Sukuk Defaults, Sukuk Cases

JEL Classification: G15, G19, G24, G32, G33

1. Giriş

İslami finans varlıklarının, küresel finans piyasasının içindeki payı giderek artmaktadır. 2022 yılı itibarıyla, küresel piyasada İslami finans varlıklarının değeri 3,3 trilyon ABD doları değerine ulaşmıştır. Küresel düzeyde İslami finans sektörünün, İslami bankacılık sektöründen sonraki en büyük ikinci payını %29,8'lik oran ile İslami sermaye piyasası oluşturmaktadır. İslami sermaye piyasasının %82'sini ise sukuk varlıkları oluşturmaktadır (IFSB, 2022; IIFM, 2023).

İlk uluslararası ihracın gerçekleştirildiği 2001 yılından bu yana sukuk, İslami finansın en önemli sermaye piyasası ürünü hâline gelmiştir. 2001-2021 döneminde ihraç edilen toplam sukuk tutarı 1,6 trilyon ABD dolarına ulaşmış olup, söz konusu ihracın 732,1 milyar ABD doları değerindeki tutarı hâlihazırda dolaşımdadır. 2021 yılında ise bir önceki yıla göre %13 artarak 188,1 milyar ABD doları seviyesine ulaşmıştır (CBFO, 2022).

Sukuk; mevcut mal, menfaat veya hizmet halinde bulunan varlıklar üzerindeki mülkiyette veya belirli bir projenin varlıklarında ya da özel bir yatırım faaliyetinde bölünmez ortak payları (şayi payları) ifade eder şekilde birbirine eşit değerde ihraç edilen menkul kıymetler olarak tanımlanmaktadır (AAOIFI, 2015). Diğer bir ifadeyle sukuk, düzenli gelir getiren belirli bir varlık ya da projenin menkul kıymetleştirilmesidir (Aktepe, 2013; Orhan & Tırman, 2021). Dolayısıyla sukuk, yatırımcısına, mülkiyet üzerindeki haktan kaynaklı bir iktisadi katma değer sunmaktadır (Bayındır, 2015). Bu özelliğiyle sukuk, tahvil ve bonodan farklılaşmaktadır.

İslami finans prensiplerine uyumlu olarak farklı sözleşme yapılarından türetilen sukuk, tahvilden farklı olarak, varlık-temelli (asset-based) ve/veya varlığa-dayalı (asset-backed) olarak yapılandırılabilir. Düşük risk ve sabit getirili sözleşmelere dayalı olarak da yapılandırılabilen sukuk türleri, riskten kaçınan yatırımcılar tarafından daha çok tercih edilmektedir (CBFO, 2022). Öte yandan, ortaklığa dayalı sözleşme yapıları çerçevesinde risk-paylaşımı temelinde değişken getirili olarak kurgulanan sukuk türleri ise yatırımcılar için yüksek risk teşkil etmesine rağmen, yüksek getiri beklentisi ile yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir (Al Amine, 2012).

Sukuk ihracının arkasında dayanak bir varlık bulunsa da çeşitli riskler barındırmaktadır. Sukuk ihracını gerçekleştiren kaynak kuruluşun finansal durumu, küresel ve/veya yerel düzeyde finans sektörünü olumsuz etkileyen makroekonomik unsurlar, bazı ülkelerde hukuki olarak altyapının henüz yeterli olmaması, taraflar arasındaki sözleşmede fikhî uyum sorunu, sözleşmeye konu dayanak varlık bedelinin piyasadaki fiyat dalgalanmaları ve en önemlisi sukukun yapılandırıldığı sözleşme türünden kaynaklanan yapısal riskler gibi birtakım durumlar sukuk için çeşitli riskler oluşturmaktadır (Al Ali, 2019; Al Amine, 2012; Alswaidan vd., 2017; Haider & Azhar, 2010).

Sukuka ilişkin bir ve/veya birkaç riskin gerçekleşmesi durumunda ise temerrüt durumu ortaya çıkabilmektedir. Her ne kadar temerrüde düşen sukuk sayısının oranı, toplam sukuk ihraç sayısının %0,2'si gibi düşük bir orana tekabül etse de geçen 20 yıllık süre zarfında büyük şirketlerin temerrüde düşmesi küresel sukuk piyasasını da olumsuz etkilemiştir (IFSB, 2022). Johor Corporation, Sistem Lingkar Lebuhraya Kajang, East Cameron Partners, The Investment Dar Company, Saad Group, Nakheel Company, Dana Gas, Garuda Indonesia Airlines, Serba Dinamik Holdings tarafından gerçekleştirilen sukuk ihraçlarının temerrüde düşmesi sukuk piyasasında farklı yankılara sebep olmuştur (Busari, AbdulAziz, Zakariyah ve Muhammad, 2019; Essayem ve Özdemir, 2021; Kamarudin, Kamaluddin, Ab. Manan ve

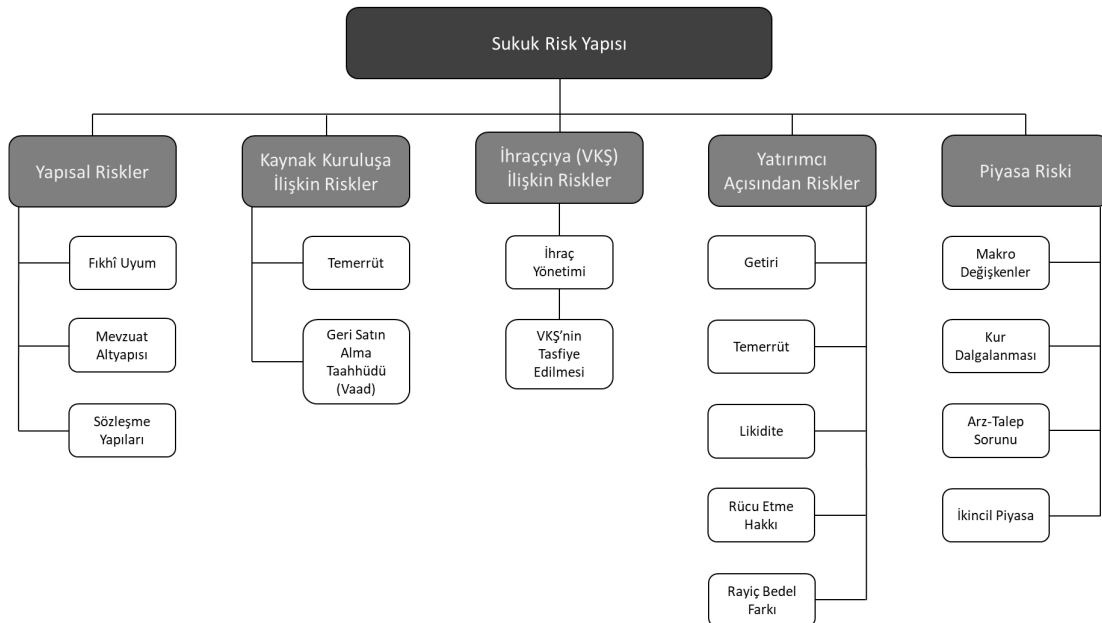
Mat Ghani, 2014; Majid, Shahimi ve Abdullah, 2011; Pujobroto, 2015; Rsugianto, Sridadi, Aryatie ve Ahmad, 2020; van Wijnbergen ve Zaheer, 2013). Bu çalışmada, öncelikle sukuka ilişkin temel riskler ele alınmış; müteakiben, küresel sukuk piyasasını etkileyen bahse konu temerrüde düşen sukuk vakaları incelenmiş ve analiz edilmiştir.

2. Sukuka İlişkin Temerrüt Riski

İslami finansta riskin tümüyle transferi uygun görülmezken, riskten kaçınmak için ihtiyatlı önlemler alınmasına izin verilmiştir (AAOIFI, 2015; IFSB, 2017; IIFA, 1988). Varlığa-dayalı (asset-backed) ve/veya varlık-temelli (asset-based) olarak yapılandırılan İslami finans ürünleri, işleme konu olan riskleri nispeten azaltsa da söz konusu finansal ürünlerin altında yatan diğer risklerin de yönetilebilmesini sağlamak önem arz etmektedir (Khan & Ahmed, 2001; Tariq, 2004).

Risk, tüm İslami finans ürünlerinde olduğu gibi, İslami finans sözleşmelerine dayalı olarak ihraç edilen sukuk ile de doğal olarak ilişkilidir (Haider & Azhar, 2010). AAOIFI'nin (2015) yatırım sertifikalarına ilişkin yayımlanmış olduğu standartlarda on dört çeşit sukuk yapısı belirlenmiş olup bu yapıların her biri menkul kıymetleştirmenin temelini oluşturan farklı türde sözleşmelere dayandırılmıştır. Bu bağlamda, sukuk; kaynak kuruluş, yatırımcı ve piyasa yapısından kaynaklanan riskler gibi konvansiyonel finansal sistemdeki mevcut menkul kıymetlerin sahip olduğu risklerin yanı sıra İslami finans esasları doğrultusunda ilave fikhî ve yapısal risklere maruz kalmaktadır (Al-Amine, 2012; Al-Sayed, 2013; Al-swaidan, Daynes ve Pasgas, 2017; Muhamed ve Mat Radzi, 2011; Nanaeva, 2010; Tariq ve Dar, 2007; Şekil 1).

Şekil 1: Sukuka İlişkin Temel Riskler



Kaynak: IFSB'nin (2009) 7 no'lu standardı ile Alswaidan vd. (2017) tarafından yapılan çalışmadan esinlenerek geliştirilmiştir.

Sukuk yapısı ve ihraç sürecine ilişkin düzenlemeler İslami finans prensiplerine uygun bir şekilde uluslararası düzeyde kabul görmüş standartlara uygun olarak yapılmalıdır (Al Amine, 2012). Bu ihtiyaca binaen, AAOIFI (2015) ve IFSB'nin (2009, 2017) sukuka ilişkin yayımlamış oldukları standartlar, uluslararası düzeyde hem İslam hukukçularının büyük çoğunluğu tarafından hem de yatırımcılar tarafından kabul görmüştür. Öte yandan, sukuk, ihraç edildiği piyasa, dolayısıyla ihraç edildiği ülkedeki hukuki ve düzenleme altyapısının henüz gelişmemiş ve/veya tamamlanmamış olması da önem arz etmektedir (Al Ali, 2019). Bu bağlamda, yerel ve uluslararası piyasalara yönelik sukuk ihracında yer alan tarafların (yatırımcılar, ihraççı ve kaynak kuruluş) yönetim ve piyasa altyapısına ilişkin düzenleyici ve denetleyici mekanizmalar oluşturularak ilgili ve tamamlayıcı mevzuat altyapısının tamamlanması gerekmektedir (Al Amine, 2012; McMillen, 2016). Bazı kurumlar tarafından kredi satışı (*bey'u'l'ine*) ve borcun satımı (*bey'u'd deyn*) kapsamında gerçekleştirilen sukuk ihraçları, mevcut sukuk fiyatlandırma kriterleri, sabit getirili sukuk yapılarında gösterge oranı belirlenmesinde faizli gösterge (*benchmark*) veya parametrelerin kullanılması uluslararası düzeyde İslam hukukçuları tarafından eleştirildiğinden dolayı fikhî uyum riski teşkil etmektedir (Kazancı, 2023; Rosly & Sanusi, 1999; Usmani, 2007). Sukuka ilişkin düzenleyici ve denetleyici mevzuat altyapısının henüz oluşturulmamış olması veya uluslararası düzeyde kabul görmüş fikhî düzenlemelerin tamamlanmamış olması, yatırımcılar açısından güvensizlik ve olumsuz algı oluşturacağından dolayı, sukuk piyasasının gelişmesinin önünde büyük bir engel teşkil etmektedir (Al Sayed, 2013). Nitekim AAOIFI Şer'i Kurul başkanı Muhammad Taqi Usmani, 2007 yılında yaptığı bir açıklamada; sukuk piyasasındaki mevcut sukuk yapılarının büyük çoğunluğunun fikhî açıdan uygun olmadığını söylemiş, müteakiben, 2008 yılında sukuk ihraçlarında büyük oranda düşüş yaşanmıştır (Latham & Watkins, 2015).

Sukukun barındırdığı yapısal risklerin tanımlanabilmesi için, öncelikle sukuk yapısının dayandığı sözleşme türü, ihraca konu dayanak varlık yapısı, çeşidi, hangi piyasada ihraç edildiği ve tüm bunların fikhî uygunluğunun saptanması gerekmektedir (Alswaidan vd., 2017). Diğer bir deyişle, yapısal anlamda sukukun riski, hangi sözleşme türü (*icâre, vekâlet, murabaha, mudârebe, müşâreke ve istisnâ*) ve dayanak varlık yapısında (*varlığa-dayalı, varlık-temelli, hibrit*) kurgulandığına göre değişebilmektedir (Muhamed & Mat Radzi, 2011). Varlığa-dayalı (*asset-backed*) sukuk, çoğunluğu maddi (*tangible*) varlıklardan oluşan varlık, hak ve/veya menfaatin menkul kıymetleştirilmesi üzerinden yapılandırılırken; varlık-temelli (*asset-based*) sukuk, bu tür varlıkların nakit akışına ilişkin hakların menkul kıymetleştirilmesi üzerinden yapılandırılmaktadır (Bacha & Mirakhor, 2013). Dolayısıyla temerrüt durumunda; varlığa-dayalı sukuk ihracında dayanak varlığa rücu edilebilmekteyken, varlık-temelli sukuk ihracında ise kaynak kuruluşu rücu edilebilmektedir (Archer & Abdel Karim, 2018).

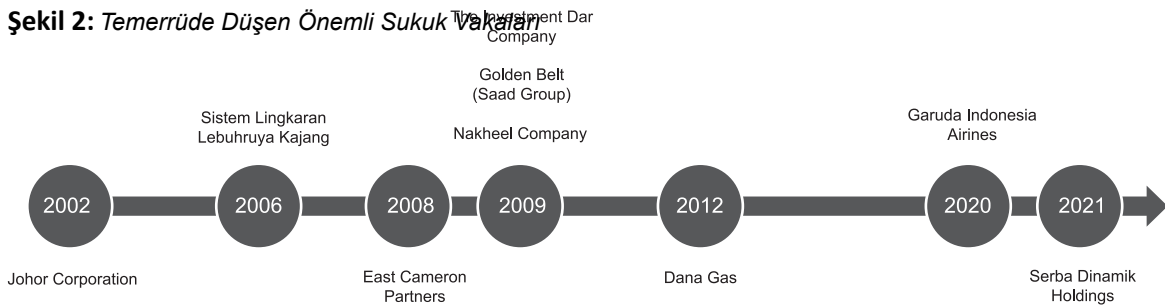
Sukuka ilişkin temerrüt riski; kaynak kuruluşun, sertifika sahiplerine kira ve/veya kâr getirisini zamanında ödeyememesi, sukukun itfasını gerçekleştirememesi ya da sözleşme şartları kapsamındaki diğer bağlayıcı yükümlülüklerin ihlali durumunda ortaya çıkmaktadır (Hasan vd., 2019; Majid vd., 2011). Dolayısıyla, sukuk da tahvil gibi temerrüt riski barındırmaktadır. Buna karşın, Othman ve Kamarudzaman (2012), teorik olarak sukukun, ihraca konu dayanak varlıkların mülkiyetini yatırımcılara aktardığından dolayı, tahvilden daha güvenli olduğu iddia etmektedir. Dahası, Haider ve Azhar'a (2010) göre; tamamıyla fikhî uyumlu olarak yapılandırılan sukuk, varlığa-dayalı (*asset-backed*) olduğundan dolayı kredi riski (*credit risk*) taşımamaktadır. Zira kaynak kuruluş temerrüde düşse bile su-

kuk sahipleri, ihraca konu dayanak varlığa rücu edebileceğinden dolayı yatırımlarının bir kısmını geri alabilecektir. Bu bakıma, sukuk yatırımcılarına, maddi (*tangible*) bir sabit varlığın mülkiyetine ve/veya menfaatine sahip olma hakkı tanıyan varlığa-dayalı (*asset-backed*) sukuk sözleşmeleri, sukuk yatırımcılarına ilave bir teminat sağladığı için tahvillere göre daha az risklidir (Zakaria vd., 2012). Ancak, uygulama tarafında, gerçekleştirilen sukuk ihraçlarının çoğunluğu yatırım vekâleti (*vekâlet yönetimi*) ve/veya teverrük (*commodity murabaha*) sözleşmelerine dayanmakta ve varlık-temelli (*asset-based*) olarak kurgulanmaktadır (Al Sayed, 2013; CBFO, 2022). Maddi (*tangible*) varlığın mülkiyetine sahip olmak yerine, bir finansal varlıktan yararlanma hakkı tanıyan varlık-temelli (*asset-based*) sukuk; kaynak kuruluşun kredi riskini, dolayısıyla temerrüt riskini taşımaktadır (Tariq, 2004). Bu bakımdan, piyasadaki sukuk varlıklarının çoğunun, kaynak kuruluşa ait temerrüt riski taşıdığını söylemek mümkündür.

3. Temerrüde Düşen Sukuk Vakaları

Malezya'da yerleşik Johor Corporation'un 1999 yılında ihraç etmiş olduğu sukukun 2002 yılında temerrüde düşmesi, küresel düzeyde temerrüde düşen ilk sukuk örneği olarak kabul edilmektedir (Majid vd., 2011). İlk örneğin akabinde, devam eden yıllarda da küresel düzeyde temerrüde düşen sukuk örnekleri artmaya başlamıştır. İlk örneği teşkil etmesi sebebiyle Johor Corporation, öte yandan, Sistem Lingkar Lebuhraya Kajang, East Cameron Partners, The Investment Dar Company, Nakheel Company, Saad Group, Dana Gas, Garuda Indonesia Airlines ve Serba Dinamik Holdings tarafından gerçekleştirilmiş olan sukuk ihraçları önemli temerrüt vakaları olarak değerlendirilmektedir (Şekil 2).

Şekil 2: Temerrüde Düşen Önemli Sukuk Vakaları



Kaynak: Busari ve diğerleri, 2019; Essayem ve Özdemir, 2021; Kamarudin ve diğerleri, 2014; Majid ve diğerleri, 2011; Pujobroto, 2015; Rsugianto ve diğerleri, 2020; van Wijnbergen ve Zaheer, 2013 çalışmalarından faydalanılarak yazarlar tarafından oluşturulmuştur.

3.1. JCorp Murabaha Sukuk Vakası

Johor Corporation (JCorp), Malezya'nın Johor Bölgesi'nin ekonomik kalkınması amacıyla 1968 yılında kurulmuş ve kendisine bağlı 280'den fazla kurum/kuruluş ile faaliyet gösteren bir kamu kurumudur (Majid vd., 2011). JCorp, bölgede altyapı hizmetleri sunmasının yanı sıra tarım ürünleri, sağlık, gıda ve emlak sektöründe de ticari faaliyetler yürütmektedir (JCorp, 2023).

JCorp, 25 Ocak 1999 tarihinde 500 milyon MYR değerinde murabaha sukuk ihraç etmiştir (Rsugianto vd., 2020). RAM Ratings tarafından BBB3 kredi notuyla derecelendirilen sukuk ihracı, mali problemlerle karşılaşan JCorp'un geri ödemelerini vaktinde yapamaması neticesinde, 27 Haziran 2002 tarihinde temerrüde düşmüştür (Alam vd., 2018). Bu bağlamda JCorp'un ihraç etmiş olduğu murabaha sukuku, temerrüde düşen ilk sukuk ihracı örneği olarak nitelendirmek mümkündür.

Temerrüde düşen JCorp, 17 Temmuz 2002 tarihinde Şirket Yeniden Yapılanma Ana Planı (*Corporate Restructuring Master Plan: CRMP*) çerçevesinde yatırımcılarla uzlaşmaya varmıştır. 31 Temmuz 2002 tarihinde ise JCorp ve ilgili taraflar arasında imzalanan Borç Yeniden Yapılandırma Anlaşması'na (*Debt Restructuring Scheme Agreement*) binaen borç yeniden yapılandırılmış, JCorp'un toplam 3,38 milyar MYR tutarındaki borcunun uzun vadeli İslami finansal araçlara dönüştürülmesiyle birlikte CRMP onaylanmıştır (JCorp, 2008). JCorp, CRMP kapsamındaki son ödemesini 31 Temmuz 2012 tarihinde yaparak yükümlülüğünü yerine getirmiştir (JCorp, 2012).

3.2. SILK Murabaha Sukuk Vakası

Sistem Lingkaran Lebuhraya Kajang Sdn. Bhd. (SILK), Malezya'nın Kajang bölgesindeki özelleştirilmiş Kajang Traffic Dispersal Ring Road isimli 37 kilometrelik yolun çevre düzenlemesini, inşası ve finansmanını sağlamak amacıyla Sunway Infrastructure Bhd. (SunInfra) tarafından özel amaçlı bir proje şirketi olarak kurulmuştur (Alfan, 2012). İnşa süreci akabinde sözleşmeye konu yolun 36 yıllık geçiş imtiyazına sahip olan SILK, imtiyaz hakkına istinaden yolu kullanan araçlardan elde ettiği gelire dayalı olarak 23 Ağustos 2001 tarihinde 2,01 milyar MYR değerinde murabaha (*bai bithaman ajil: BBA*) sukuk ihracı gerçekleştirmiştir (InfraPPP, 2014; Rsugianto vd., 2020).

Sözleşmeye konu Kajang Traffic Dispersal Ring Road yolunu kullanan araç sayısının, beklentiyi karşılamaması nedeniyle SILK, 2006 yılında mali zorluklarla karşılaşmış ve sukuk geri ödemelerinde sorun yaşamıştır (Lim, 2017). Bu bağlamda, 18 Eylül 2006 tarihinde SILK'in sermaye sahibi olan SunInfra tarafından, yatırımcılara, sukukun yeniden yapılandırılması için 740 milyon MYR değerinde erken ödeme teklif edilmiş, ancak yatırımcılar tarafından kabul edilmemiştir. Müteakiben, SunInfra, bir yatırım şirketin olan Affin Investment ile anlaşarak 2 Ağustos 2007 tarihinde yatırımcılara iki opsiyon içeren yeni bir yapılandırma teklifi sunmuştur: İlk opsiyon, dolaşımda olan murabaha sukuk sertifikalarının mudaraba sukuk sertifikasına çevrilmesi; ikinci opsiyon ise daha önceki teklifteki gibi bir nakit ödeme seçeneğinin sunulmasıdır (Rsugianto vd., 2020).

Sonuç olarak, yatırımcıların yaklaşık %64'ü ilk opsiyonu seçmiştir. Buradan hareketle, SILK yeniden yapılandırma anlaşmasını uygulamak için Menfaat Tetap Sdn. Bhd. isimli SPV aracılığıyla 752 milyon MYR tutarında yeni bir mudarebe sukuk ihracı gerçekleştirmiştir. Buna göre yatırımcılar, SILK'in yönettiği karayolu güzergâhındaki araç geçişlerinden elde edilen gelirden belirli oranda kâr almışlardır (IFN, 2007). SILK, yeniden yapılandırma sürecini özel müzakereler neticesinde 25 Haziran 2008 tari-

hinde başarılı bir şekilde tamamlamıştır. Bu süreç, farklı bir sözleşmeye dayalı olan bir sukukun yeni bir sözleşmeye dayalı sukuka çevrilmesinin ilk örneği olarak kabul edilmektedir (Rsugianto vd., 2020).

3.3. ECP Muşâreke Sukuk Vakası

East Cameron Partners (ECP), 2002 yılında Teksas Houston'da petrol ve gaz arama alanında faaliyet göstermek üzere kurulmuştur (Ahmed, 2015). ECP, Haziran 2006'da, 165,7 milyon ABD Doları değerinde 13 yıl vadeli muşâreke sukuk ihracı gerçekleştirmiştir. ECP'nin belirli bir mülkiyeti üzerinde sınırlı hakkı temsil edecek (*overriding royalty interest*) şekilde ortaklık temelinde yapılandırılan bu ihracı, ABD merkezli bir şirket tarafından ihraç edilen ve S&P tarafından derecelendirilen ilk sukuk ihracı olma özelliği taşımaktadır (Busari, 2019).

2006 yılında 13 yıl vadeli olarak ihraç edilen ECP sukuku, 2008 yılında temerrüde düşmüştür. Sukuk ihracının temerrüde düşmesinin temel sebebi; 2008 Küresel Finans Krizinin getirmiş olduğu sorunlar ya da petrol fiyatlarındaki düşüşlerin ötesinde, Eylül 2008'de meydana gelen bir kasırga sonrası oluşan hasar nedeniyle petrol ve gaz üretimindeki düşüşler sonucunda periyodik getiri ödemelerinin yapılamamasıdır (van Wijnbergen & Zaheer, 2013).

Temerrüde düşen ECP, 16 Ekim 2008 tarihinde ABD'nin iflas mahkemesine başvurarak sukuk ihracına aracılık etmek üzere kurulmuş ihraççı kuruluşa, dava açmış ve sukuk sözleşmesine konu olan mülklerin gerçek satışına değil teminatlı krediler olarak değerlendirilmesini talep etmiştir. İşlemin teminatlı kredi olarak kabul edilmesi; sukuk sahiplerinin varlıkları, tasfiye sürecinde kaynağın diğer alacaklılarıyla paylaşacakları anlamına geldiğinden dolayı iflas mahkemesi bu iddiayı reddederek sukuk sözleşmesine konu olan mülkiyet hakkını gerçek satış olarak kabul etmiştir (McMillen, 2021; Zeineldin, 2014). Öte yandan, ECP'nin sukuk ihraç etmesindeki asıl amacının, konvansiyonel finansal araçlar üzerinden ucuza fon toplayamaması nedeniyle pasif durumda duran ve İslami finans esasları doğrultusunda yatırım yapan varlıklı yatırımcılar üzerinden alternatif kaynağa erişmek olduğu dava sürecinde ortaya çıkmıştır (van Wijnbergen & Zaheer, 2013).

Nihayetinde, temerrüt dava süreci devam ederken ECP yatırımcılar ile anlaşarak uzlaşmaya varmıştır. Anlaşmaya göre, yatırımcıların sınırlı mülkiyet üzerindeki hakkının devam etmesi koşuluyla, sukuk ihracına konu dayanak varlıklar yatırımcılar adına ECP'ye devredilmiştir (Latham & Watkins, 2011). Yatırımcılara ise sukuk ihracına katılım nispetinde anaparaları iade edilmiş, bununla birlikte, ECP'nin gelecekteki yatırımlarında elde edeceği gelirlere bağlı olarak sınırlı mülkiyet hakkı verilmiştir (Busari, 2019).

3.4. TID Muşâreke Sukuk Vakası

Kuveyt'te yerleşik iş adamları tarafından 1994 yılında İslami finans prensipleri çerçevesinde tüketici finansmanı sağlamak üzere kurulan The Investment Dar Company (TID), 1995 yılında Kuveyt Merkez Bankası'ndan (*Central Bank of Kuwait*) bir yatırım şirketi olarak lisans almış ve 1999 yılında Kuveyt Menkul Kıymetler Borsası'na (*Boursa Kuwait Securities*) kote olmuştur (TID, 1996). 83,3 milyon ABD doları değerinde kuruluş sermayesine sahip olan TID, ödenmiş sermayesini 2005 yılına gelindiğinde 2,3 milyar ABD doları seviyesine taşımış ve 2007 yılında Aston Martin Lagonda Ltd. isimli şirketin %50'sini satın almıştır (Radzi & Shaharuddin, 2018). TID gelirlerinin %50'sini yatırım faaliyetleri, %32'sini gayrimenkul ve geriye kalan %12'lik kısmını ise finansal faaliyetler oluşturmaktadır (van Wijnbergen & Zaheer, 2013).

TID'in 2005 ve 2006 yıllarında motorlu araç alımı ve gayrimenkul yatırımlarını finanse etmek için gerçekleştirmiş olduğu iki farklı sukuk ihracı 2009 yılında temerrüde düşmüştür (Radzi & Shaharuddin, 2018):

- 27 Ekim 2005 tarihinde gerçekleştirilen ilk ihraç, 100 milyon ABD doları tutarında ve 5 yıl vade üzerinden 6 ayda bir getiri ödemeli muşâreke sözleşmesine dayalı olarak yapılandırılmıştır. Söz konusu sukuk ihracı Bahreyn Borsası'na (*Bahrain Bourse*) da kote edilmiştir.
- 20 Eylül 2006 tarihinde gerçekleştirilen ikinci ihraç, 150 milyon ABD doları tutarında ve yine 5 yıl vade üzerinden 6 ayda bir getiri ödemeli muşâreke sözleşmesine dayalı olarak yapılandırılmıştır. Bu ihraç ise Dubai Uluslararası Finans Borsası'nda (*Dubai International Financial Exchange*) işlem görmüştür.

TID, 2007 yılı itibarıyla 456,7 milyon ABD doları değerinde net kâr açıklayıp güçlü bir mali durum izlenimi verse de 2008 yılında 227,8 milyon ABD doları net zarar açıklamıştır. 2008 Küresel Finans Krizinin getirdiği sorunlardan büyük oranda etkilenen TID, likidite probleminden dolayı kısa vadeli ödemelerini gerçekleştirmekte zorluk yaşamıştır. Buna paralel olarak, ilk aşamada ihraç etmiş olduğu 100 milyon ABD doları tutarındaki sukukun dönemsel getiri ödemelerini yapamamış ve 14 Mayıs 2009 tarihinde temerrüde düşmüştür (Hall, 2013). Böylelikle körfez bölgesinin ilk temerrüde düşen sukuk olayı gerçekleşmiştir. Müteakiben, TID, ikinci aşamada ihraç etmiş olduğu 150 milyon ABD doları değerindeki sukukun yükümlülüklerini de aynı sebepler doğrultusunda yerine getirememiş ve ikinci kez temerrüde düşmüştür (El Gamal, 2009).

2007 yılı sonunda 4,4 milyar ABD doları değerine ulaşan TID'in aktif büyüklüğü, temerrüde düştüğü tarihte, 3,4 milyar ABD dolarına kadar gerilemiştir. Bu bağlamda, Ocak 2009'da borçların yeniden yapılanma planlaması için finansal danışmanlık hizmeti alınmıştır. Ardından, Ekim 2009'da TID yatırımcılar ve borçlu olduğu kişi ve/veya kuruluşlarla uzlaşmıştır.

Uzlaşmaya göre, TID, Nisan 2010'a kadar yatırımcılara herhangi bir ödeme yapmayacak ve finansal düzenlemelerde bulunacaktır. Bu bağlamda, Mart 2010'da Kuveyt mahkemeleri tarafından Finansal İstikrar Yasası (*Financial Stability Law*) adı altında verilen karara göre, küçük bankalar ve yatırımcılar tarafından TID aleyhine açılmış davalar, Haziran 2011'e kadar durdurulmuş ve başka bir dava açılmamıştır. Ocak 2011'de hem alacaklılar koordinasyon komitesi hem de hissedarlar tarafından onaylanmış bir yeniden yapılandırma planı oluşturulmuştur (Marinescu, 2012). Yapılandırma planına göre,

TID, 2012 yılını takip eden ilk 3-4 yıl içerisinde 1,47 milyar ABD doları tutarındaki borcunu ödeyecek, sonrasında ise 6 yıl içerisinde 2,17 milyar ABD doları tutarındaki borcunu kapatacaktır. Sonuç olarak, ilk aşamada, 101 milyon ABD doları değerindeki borç geri ödemesi, alacaklılara yapılarak beklenen süreden iki ay önce tamamlanmıştır. Devam eden dönemlerde de TID, borçlarının ödemesini plana uygun olarak gerçekleştirmiştir (van Wijnbergen & Zaheer, 2013).

2007 yılı sonunda 4,4 milyar ABD doları değerine ulaşan TID'in aktif büyüklüğü, temerrüde düştüğü tarihte, 3,4 milyar ABD dolarına kadar gerilemiştir. Bu bağlamda, Ocak 2009'da borçların yeniden yapılanma planlaması için finansal danışmanlık hizmeti alınmıştır. Ardından, Ekim 2009'da TID yatırımcılar ve borçlu olduğu kişi ve/veya kuruluşlarla uzlaşmıştır.

Uzlaşmaya göre, TID, Nisan 2010'a kadar yatırımcılara herhangi bir ödeme yapmayacak ve finansal düzenlemelerde bulunacaktır. Bu bağlamda, Mart 2010'da Kuveyt mahkemeleri tarafından Finansal İstikrar Yasası (*Financl Stability Law*) adı altında verilen karara göre, küçük bankalar ve yatırımcılar tarafından TID aleyhine açılmış davalar, Haziran 2011'e kadar durdurulmuş ve başka bir dava açılmamıştır. Ocak 2011'de hem alacaklılar koordinasyon komitesi hem de hissedarlar tarafından onaylanmış bir yeniden yapılandırma planı oluşturulmuştur (Marinescu, 2012). Yapılandırma planına göre, TID, 2012 yılını takip eden ilk 3-4 yıl içerisinde 1,47 milyar ABD doları tutarındaki borcunu ödeyecek, sonrasında ise 6 yıl içerisinde 2,17 milyar ABD doları tutarındaki borcunu kapatacaktır. Sonuç olarak, ilk aşamada, 101 milyon ABD doları değerindeki borç geri ödemesi, alacaklılara yapılarak beklenen süreden iki ay önce tamamlanmıştır. Devam eden dönemlerde de TID, borçlarının ödemesini plana uygun olarak gerçekleştirmiştir (van Wijnbergen & Zaheer, 2013).

3.5. Golden Belt İcâre Sukuk Vakası

Golden Belt isimli projesiyle Londra ve Suudi Arabistan'daki yatırımlarını ve gayrimenkul alımlarını finanse etmek amacıyla Saad Group, 650 milyon ABD doları değerinde ve 5 yıl vadeli sukuk ihracını 15 Mayıs 2007 tarihinde Bahreyn Borsası (*Bahrain Bourse*) üzerinden gerçekleştirmiştir (IFF, 2020). İcâre sözleşmesine dayalı olarak yapılandırılan sukuk ihracı, PNB Paribas tarafından İslam hukukuna uyumlu olarak nitelendirilmiş ve Moody's tarafından Baa1 kredi notuyla derecelendirilmiştir (Moody's, 2007).

Saad Group, 2008 yılının başlarından itibaren likidite krizi ile karşılaşarak borçlarını ödemede gecikmeler yaşamıştır. 2 Temmuz 2009 tarihine gelindiğinde ise Saad Group, sukuk geri ödemeleri dahil toplam 15,7 milyar ABD doları tutarındaki mali yükümlülüklerini yerine getiremeyerek temerrüde düşmüştür. Müteakiben, Saad Group'un başkanı olan Maan Al-Sanea'nin tüm banka hesapları Suud Merkez Bankası (*Saudi Central Bank*) tarafından dondurulmuştur (Karam, 2009).

Temerrüt vakası sonrasında; Suud hukuku ve Suudi Arabistan'da uyuşmazlıkları çözmekle görevli olan komitenin (*Jurisdiction of the Saudi Arabian Committee for the Settlement of Negotiable Instruments Disputes: CSNID*) dayanak kabul ettiği ve sözleşme uyarınca şirket borcunu yatırımcılara ödeyeceğini taahhüt ettiği, Saad Group ile yatırımcılar arasında imzalanan, sözleşmeler (*promissory notes*) dava sürecinde önemli bir sorun oluşturmuştur. Bahsi geçen sözleşmelerde, Saad Group tarafının ıslak imza yerine lazer baskılı imza kullanmış olması ve Suud mahkemelerinin yalnızca ıslak imzayı sözleşmenin geçerliliği için kabul etmeleri, temerrüdün ardından devam eden dava sürecinde Saad Group tarafının en büyük savunma noktası olmuştur. Bu bağlamda Saad Group tarafı, sözleşme ıslak imza ile imzalan-

madığı için CSNID'nin dava üzerinde herhangi bir yetkisinin olmadığını savunmuştur. Nitekim 2014 yılında uzman ekip tarafından yapılan incelemeler neticesinde, imzanın lazer baskılı olduğu ispat edilmiş ve dava Suud mahkemelerinin üzerinden düşmüştür (Huntriss & Kelley, 2018).

Söz konusu sözleşmenin yatırımcılar adına kontrollerini sağlamakla yükümlü olan PNB Paribas'a, sorumluluğunu yerine getirmediği ve zararlarının bu yüzden oluştuğu öne sürülerek yatırımcılar ve fonlar tarafından İngiltere'de dava açılmıştır. 2018 yılının Ekim ve Kasım aylarında görülen davalarda, mahkeme, BNP Paribas'ın ihraçtaki aracı kurum olarak gerekli düzenlemelerde ve kontrollerde sukuk yatırımcılarına karşı bir sorumluluğunun bulunduğunu ve bu sorumluluğunu ihlal ettiği belirtilmiştir (Brier, 2018). Bu karar, İngiliz mahkemelerinin halka açık bir sermaye piyasası ihraç işlemine aracılık eden bir aracı kurumun, borcun ikinci alıcılarına karşı sorumlu kabul ettiği ilk dava olarak kabul edilmiştir (Huntriss & Kelley, 2018).

3.6. Nakheel İcâre Sukuk Vakası

Nakheel Company, 2000 yılında kurulmuş kamu sermayeli bir gayrimenkul şirkettir. Gayrimenkul yatırımlarını finanse etmek için 14 Aralık 2006 tarihinde 3,5 milyar ABD doları değerinde 3 yıl vadeli sukuk ihraç etmiştir (Salah, 2010). BAE ve İngiliz hukuku baz alınarak Dubai Uluslararası Finans Borsası'nda (*Dubai International Financial Exchange*) ihraç edilen sukukun yapısı, menfa-icâre (*menfaa-ijarah/usufruct-ijarah*) sözleşmesi çerçevesinde gayrimenkul varlıklarına dayalı (*tangible assets*) olarak kurgulanmıştır (Al Mahmoud vd., 2017; Raza, 2007). Nakheel'in sermayedarı olan Dubai World isimli kamu kuruluşu, sukuk ihracına garantör olmuştur. Bu durum, yatırımcılar üzerinde, sukuk ihracına Dubai Hükümeti'nin garantör olduğu algısını oluşturmuştur (van Wijnbergen & Zaheer, 2013).

Moody's tarafından A1, S&P tarafından ise A+ olarak derecelendirilen Nakheel sukuk ihracı, 2008 Küresel Finans Kriziyle birlikte gayrimenkul sektöründeki fiyat balonunun sönmeye sonucunda Aralık 2009'da temerrüde düşmüştür. Bu bağlamda, temerrüde düşen 3,5 milyar ABD doları değerindeki Nakheel sukuk ihracı, hacimsel olarak en büyük miktarda temerrüde düşen sukuk örneğini oluşturmaktadır (Salah, 2010).

2008 krizinden Dubai World de olumsuz etkilenmiş ve yüksek miktarda borç yükümlülüğünden dolayı (*59 milyar ABD doları seviyelerinde*) garantörlük anlaşması Dubai hükümeti tarafından dondurulmuştur. Dolayısıyla, Dubai World, Nakheel'in ihraç etmiş olduğu sukuka ilişkin garantörlük yükümlülüğünü yerine getirememiştir. Ancak Nakheel, Dubai hükümeti tarafından açıklanan kurtarma paketi kapsamına dahil edildiği için sukuk itfası dahil toplam 16 milyar ABD doları değerindeki tüm borçlarının geri ödemesini 21 Ağustos 2016 tarihi itibarıyla gerçekleştirmiştir (Al Sayegh & Torchia, 2016; Goni, 2017).

3.7. Dana Gas Sukuk Vakası

Dana Gas PJSC, merkezi Birleşik Arap Emirlikleri'nde (BAE) yerleşik özel sermayeli bir doğal gaz şirkettir. Aralık 2005'te Abu Dabi Menkul Kıymetler Borsası'nda (*Abu Dhabi Securities Exchange: ADX*) halka arz olan Dana Gas, BAE başta olmak üzere Mısır ve Kuzey Irak'ta faaliyet gösteren Orta Doğu'daki en büyük doğal gaz şirkettir (Zada & Muhammad, 2018).

Dana Gas, 31 Kasım 2007 tarihinde 1 milyar ABD doları değerinde 5 yıl vadeli sukuk ihracı gerçekleştirmiştir. Mudârebe sözleşmesine dayalı olarak yapılandırılan sukukun beklenen getiri oranı %7,5

olarak belirlenmiştir (Busari vd., 2019).

Dana Gas, faaliyet gösterdiği bölgelerdeki istikrarsızlıklar nedeniyle, başta Irak'ta yerleşik gerçek ve/veya tüzel kişilerden 324 milyon ABD doları tutarında ve Mısır'da yerleşik gerçek ve/veya tüzel kişilerden ise 197 milyon ABD doları tutarında olmak üzere Körfez bölgesindeki muhtelif alacaklarını tahsil edememiştir (Nair & Abocar, 2012). Bu sebeple likidite krizi yaşayan Dana Gas, bazı ödeme ve borç yükümlülüklerini karşılayamamış, Ekim 2012 itibarıyla da sukukun itfasını gerçekleştirememiştir. Böylelikle, BAE'de temerrüde düşen ilk sukuk vakası ortaya çıkmıştır (Hall, 2012).

Sukuk ihracının temerrüde düşmesinin ardından, Kasım 2012'de Dana Gas, itfa edemediği sukuk geri ödemesinin 850 milyon ABD doları tutarındaki kısmı için yatırımcılarla müzakere görüşmelerine başlamıştır. Nisan 2013'te tamamlanan müzakere görüşmeleri neticesinde yeniden yapılandırma kapsamında, 8 Mayıs 2013 tarihinde İrlanda Menkul Kıymetler Borsası'nda (*Irish Stock Exchange*) %50'si dönüştürülebilir (*convertible*) nitelikte olan 850 milyon ABD doları değerinde 5 yıl vadeli iki yeni sukuk ihracı gerçekleştirmiştir. Dönüştürülebilir sukuk için ihraççı şirketin bir yan kuruluşu olan başka bir şirketin hisselerine dönüştürme seçeneği sunulmuştur. Böylelikle sukukun vade tarihi 5 yıl daha uzatılmış, dolayısıyla sukuk itfa tarihi Ekim 2017'ye ötelenmiştir (Essayem & Özdemir, 2021; Haroon vd., 2020).

Yeniden yapılanma sürecinin ardından, yaklaşık 4 yıl sonra, 13 Haziran 2017 tarihinde Dana Gas, ihraç etmiş olduğu sukukun İslami finans prensiplerine uygun olmadığını açıklamış ve sukuk sahibi yatırımcılara haklarını ödemeyi reddetmiştir. Bu sebeple Dana Gas, 700 milyon ABD doları tutarındaki sukukun yeniden yapılandırılması için yatırımcılara, dolaşımda olan sukukun mevcut getiri oranının neredeyse yarısını vaad etmiş ve sukukun dönüştürülebilir özelliğinin kaldırılması teklifini sunmuştur. Beklenildiği üzere, sukuk yatırımcıları bu teklifi kabul etmemiştir (Barbuscia, 2017). Eylül 2017'de ise sukuk yatırımcılarını temsilen kurulan geçici komite (*ad hoc committee*), Dana Gas'a 300 milyon ABD doları tutarında nakit ödeme ve mevcut kâr payı dağıtım oranlarını sürdürmeyi içeren bir yapılandırma planı sunmuştur. Komite tarafından sunulan teklifi de Dana Gas reddetmiş ve böylece anlaşmazlığın çözümü mahkemelere bırakılmıştır (Haroon vd., 2020).

Müzakereler akabinde Dana Gas, Londra Uluslararası Tahkim Mahkemesi'nde (*London Court of International Arbitration*), sukuk ihracına aracılık eden özel amaçlı ihraççı kuruluş ile arasındaki satın alma taahhüdünün İngiliz hukukuna tabi olarak geçersiz ve uygulanamaz olduğunun ilan edilmesini talep eden bir dava açmıştır. Eş zamanlı olarak, Dana Gas, BAE yasalarına tabi dolaşımdaki mudârebe sukukun İslam hukukuna uymadığı gerekçesiyle geçerliliğine ilişkin BAE'de de itiraz davası açmıştır. Kasım 2017'de Tahkim Mahkemesi, Dana Gas tarafından yapılan iddiaları reddetmiş ve sukuk yatırımcılarını haklı bulmuştur (Barbuscia & Torchia, 2017).

5 Haziran 2018'de ise Dana Gas, 700 milyon ABD doları değerindeki sukuk ihraç miktarının yeniden yapılandırılması için sukuk yatırımcılarının çoğunluğu ile anlaşmaya varmıştır. Anlaşmanın detayları şu şekildedir: Yeniden yapılandırma kapsamında ihraç edilen sukuk yatırımcılarına, yıllık %4 getiri oranı üzerinden kupon ödemesi yapılacak, ayrıca, sukukun dönüştürülebilir özelliği kaldırılacaktır. Dana Gas, iki yıl sonra sukukun ihraç tutarının %20'sini itfa edecek, aksi halde yapılandırılan sukukun kupon getiri oranı yıllık %6'ya yükseltilecektir (IFN, 2018). Bu bağlamda Dana Gas, 100 milyon ABD doları tutarında sukuk geri alım programı başlatmıştır. 17 Mart 2019 tarihinde 133 milyon ABD doları değerinde sukuk geri alım yaptığını belirten Dana Gas, sukuk ihraç tutarının %20'sini vade tarihinde

ödediği için kupon ödemesi %4'de kalmaya devam etmiştir (Dana Gas, 2019). Dana Gas, geri alım programını Ekim 2020 tarihinde başarılı bir şekilde tamamlamıştır (Essayem & Özdemir, 2021).

3.8. GIA Yatırım Vekâletine Dayalı Sukuk Vakası

Garuda Indonesia Airlines (GIA); Endonezya'da faaliyet gösteren bir havayolu şirkettir. Hollanda'nın Endonezya'nın bağımsızlığını kabul etmesinin ardından, 28 Aralık 1949 tarihinde Garuda Indonesia ismiyle ilk uluslararası uçuşunu gerçekleştiren GIA; günümüzde, 210 adet yolcu uçağıyla 60'dan fazla destinasyona uçuş gerçekleştirmektedir (GIA, 2021).

GIA, 3 Ocak 2015 tarihinde, 500 milyon ABD doları değerinde 5 yıl vadeli ve yıllık %5,95 oranında getiri beklentisiyle yatırım vekâletine dayalı sukuk ihracı gerçekleştirmiştir. Uluslararası piyasalarda da yoğun talep gören sukukun tahsisi; %56 Orta Doğu, %32 Asya ve geriye kalan %12'lik kısım ise Avrupa'daki yatırımcılara dağıtılmıştır. Her ne kadar GIA'nın %60'ı devlete bağlı olsa da Endonezya için bu sukuk ihracı, uluslararası piyasalara ihraç edilen ve kamu dışı ilk dolar bazlı sukuk ihracı olarak kabul edilmektedir (Pujobroto, 2015).

Covid-19 salgınının ortaya çıkmasıyla birlikte tedbir politikaları çerçevesinde dünya genelinde kapanmanın başlaması, GIA'yı da olumsuz etkilemiştir. Karantina sürecinde, GIA'nın bilet satış rakamlarını aşağıya çekmiştir. Bu sebepler doğrultusunda mali durumu olumsuz etkilenen GIA, finansal yükümlülüklerini yerine getirememiş ve 3 Haziran 2020 vade tarihli sukuk ihracının itfasını gerçekleştirememiş, dolayısıyla temerrüde düşmüştür (Munthe & Suroyo, 2021). Temerrüde düşen sukuk, 10 Haziran 2020 tarihinde yatırımcılarla yapılan görüşmeler neticesinde, yeniden yapılandırılarak 3 yıl ileri vadeye ertelenmiştir (Aldred vd., 2022). Ancak 9 Aralık 2021 tarihinde, GIA'nın borç ödeme yükümlülükleri, Jakarta Ticaret Mahkemesinin kararına istinaden Ceza Ödeme Yükümlülüğünün Ertelenmesine (*Postponement of Debt Payment Obligations: PKPU*) ilişkin programla birlikte, 27 Haziran 2022 tarihine kadar dondurulmuştur. 29 Aralık 2022 tarihinde, PKPU anlaşması sonucunda yatırımcıların %95'inin onayı alınarak yeniden yapılandırma kapsamında 78 milyon ABD Doları tutarında 9 yıl vadeli yeni bir sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir (GIA, 2022).

3.9. Serba Dinamik Hibrit Sukuk Vakası

Serba Dinamik Holdings; enerji, su, petrol ve gaz endüstrilerinde mühendislik hizmeti sağlamak üzere 1993 yılında Malezya'da kurulmuştur (IFSB, 2022; Jalil, 2021). Serba Dinamik; Malezya, Endonezya, Birleşik Arap Emirlikleri, Katar, Hindistan, Singapur, Hollanda, İsviçre ve Birleşik Krallık başta olmak üzere birçok ülkede faaliyet yürütmektedir (Serba Dinamik, 2022). Serba Dinamik, 2019 yılında iki farklı sukuk ihracı gerçekleştirmiştir (Fitch Ratings, 2019b, 2019a; Serba Dinamik, 2022):

- 9 Mayıs 2019 tarihinde gerçekleştirilen 300 milyon ABD doları tutarındaki ilk ihraç, 3 yıl vade üzerinden yıllık %6,5 beklenen getiri oranına sahip murabaha ve yatırım vekâleti (*commodity murabaha and wakala investment*) sözleşmelerine dayalı olarak hibrit yapıda kurgulanmıştır.
- 12 Aralık 2019 tarihinde gerçekleştirilen 200 milyon ABD doları tutarındaki ikinci ihraç ise 5 yıl vade üzerinden yıllık %6,99 beklenen getiri oranıyla yine hibrit yapıda kurgulanmıştır.

Covid-19 salgın sürecinin ekonomik faaliyetleri olumsuz etkilemesi sonucunda mali yapısında bozulmalar yaşayan Serba Dinamik, 9 Aralık 2021 tarihinde sukuk ödemelerini yerine getiremeyeceğini ilan

ederek temerrüdünü açıklamıştır (Serba Dinamik, 2022). Serba Dinamik'in ilk ihraçtan 222,22 milyon ABD doları, ikinci ihraçtan ise 180,12 milyon ABD doları olmak üzere sukuk yatırımcılarına toplam 402,34 milyon ABD doları değerinde borcu kalmıştır. Bu sebeple, Serba Dinamik ile yatırımcılar arasında bir dava süreci başlamış ve henüz sonuçlanmamıştır (Serba Dinamik, 2024; Yatim, 2022).

4. Analiz Ve Değerlendirme

JCorp tarafından ihraç edilen murabaha sukukun 2002 yılında temerrüde düşmesi, ilk temerrüde düşen sukuk vakası olarak kayıtlara geçmiştir. 2006 yılında temerrüde düşen SILK'in ihraç etmiş olduğu murabaha sukuk vakası ise yapılandırma sürecinde ilk dönüştürülebilir sukuk (*convertible sukuk*) örneğini oluşturmaktadır. Diğer yandan, ABD'de yerleşik ECP'nin, 2008 yılındaki 165 milyon ABD doları değerindeki temerrüdü, ABD'de özel şirket tarafından ilk kez ihraç edilen ve S&P tarafından derecelendirilen ilk sukuk örneği olarak öne çıkarken; 2009 yılında Kuveyt merkezli TID'in 250 milyon ABD doları değerindeki sukuk ihracı, Körfez bölgesinin ilk temerrüde düşen sukuku olması sebebiyle sukuk piyasasında öne çıkan önemli vaka örneklerindedir. Bununla birlikte, 2009 yılında Nakheel'in temerrüde düşen 3,5 milyar ABD doları değerindeki sukuk ihracı, en yüksek tutarlı temerrüde düşen sukuk örneğini oluşturmaktadır. Yine 2009 yılında temerrüde düşen Golden Belt sukuk vakasında; İngiliz mahkemeleri, sorumluluğunu yerine getirmemesi nedeniyle ilk kez ihraca aracılık eden bir aracı kurumu sorumlu tutmuştur. Ayrıca, likidite problemi ve fikhî uyum sorunu yaşaması sebebiyle 2012 ve 2017 yıllarında iki kere temerrüde düşen Dana Gas'a ait 1 milyar ABD doları değerindeki sukuk ihracı örneği de küresel düzeyde önemli bir temerrüt vakası olarak kabul edilmektedir. Öte yandan, 2020 yılında temerrüde düşen GIA sukuk ihracı, Endonezya'da yerleşik bir özel şirket tarafından ilk kez uluslararası piyasalarda dolar cinsinden ihraç edilen sukuk örneğini oluşturmaktadır. Covid-19 salgın sürecinden olumsuz etkilenmesi sonucunda, 2021 yılında temerrüde düşen Serba Dinamik sukuk vakası ise yakın dönem temerrüt örneği olarak önem arz etmektedir.

Temerrüde düşen sukuk örnekleri incelendiğinde, temelde kaynak kuruluşun iç dinamiklerinden kaynaklı mali ve/veya ticari risk ya da dış faktörlerden kaynaklı piyasa riskinin gerçekleşmesi sonucu işletmelerin mali yapısının bozulmasından kaynaklandığı anlaşılmaktadır (*Tablo 1*):

- JCorp, SILK, Golden Belt ve Dana Gas tarafından gerçekleştirilen sukuk ihraçlarının temerrüde düşmelerinin birincil nedeni, şirketlerin kendi içlerinde yaşamış oldukları mali problemler ve/veya faaliyet yürüttükleri ticari işlemlerindeki sektörel problemlerdir. Dolayısıyla, söz konusu sukuk ihraçlarının temerrüde düşmelerinin birincil nedeni olarak kaynak kuruluşu ilişkin risklerin gerçekleşmesi gösterilebilir.
- Yatırımcılar, Golden Belt ve Dana Gas'ın temerrüde düşmesi akabinde uzlaşma sürecinde, sukuk sözleşmeleri ve hukuki tanınırlık açısından olumsuzluk yaşayarak sukukun yapısal risklerine maruz kalmışlardır. Bununla birlikte, Golden Belt tarafından ihraç edilen sukuk, ihraca aracılık eden kuruluşun ihlali sonucunda ihraççıya ilişkin riske maruz kalırken; Dana Gas tarafından ihraç edilen sukuk ise İslami finans prensiplerine uyuma ilişkin problemler nedeniyle ilave yapısal riske maruz kalmıştır.

- TID ve Nakheel tarafından gerçekleştirilen sukuk ihraçlarının temerrüde düşmelerinin temel nedeni 2008 Küresel Finans Krizi sonucunda, şirketlerinin likidite yapısının olumsuz etkilenmesine dayanmaktadır. Dolayısıyla, piyasa risklerinin gerçekleşmesi, söz konusu sukuk ihraçlarının temerrüde düşmelerinin birincil nedeni olarak söylemek mümkündür.
- GIA ve Serba Dinamik tarafından gerçekleştirilen sukuk ihraçlarının temerrüde düşme nedeni ise 2019 yılında ortaya çıkan ve 2020 yılı itibarıyla dünya geneline yayılarak ekonomik krize de neden olan Covid-19 salgınıdır. Bu bağlamda, GIA ve Serba Dinamik'in ticari faaliyetlerinin Covid-19 salgınından etkilenmesi sonucunda piyasa riskine maruz kalmaları mali durumlarının bozulmasına ve finansal yükümlülüklerini yerine getirememelerine neden olmuştur.

Tablo 1: İncelenen Sukuk Vakalarının Temerrüt Nedenleri ve Sukuk Risk Türü

Kaynak Kuruluş	Temerrüt Yılı	Temerrüt Nedeni	Sukuka İlişkin Risk
JCorp	2002	Kaynak kuruluşa ilişkin mali problemler	Kaynak kuruluşa ilişkin risk
SILK	2006	Kaynak kuruluşa ilişkin ticari ve mali problemler	Kaynak kuruluşa ilişkin risk
ECP	2008	2008 Küresel Finans Krizi	Piyasa riski
		Petrol fiyatlarındaki düşüş	Piyasa riski
		Doğal afetin (kasırga) üretimi olumsuz etkilemesi	Piyasa riski
TID	2009	2008 Küresel Finans Krizi	Piyasa riski
		Kaynak kuruluşa ilişkin likidite problemi	Kaynak kuruluşa ilişkin risk
Golden Belt	2009	Kaynak kuruluşa ilişkin likidite problemi	Kaynak kuruluşa ilişkin risk
		Sözleşme ve hukuki tanınırlığa ilişkin olumsuzluklar	Yapısal risk
		İhraca aracılık eden kuruluşun ihlali	İhraççıya ilişkin risk
Nakheel	2009	2008 Küresel Finans Krizi	Piyasa riski
		Kaynak kuruluşa ilişkin likidite problemi	Kaynak kuruluşa ilişkin risk
Dana Gas	2012	Kaynak kuruluşa ilişkin ticari ve mali problemler	Kaynak kuruluşa ilişkin risk
		İslami finans prensiplerine uyuma ilişkin problemler	Yapısal risk
		Sözleşme ve hukuki tanınırlığa ilişkin olumsuzluklar	Yapısal risk
GIA	2020	Covid-19 Salgını	Piyasa riski
		Kaynak kuruluşa ilişkin ticari ve mali problemler	Kaynak kuruluşa ilişkin risk
Serba Dinamik	2021	Covid-19 Salgını	Piyasa riski
		Kaynak kuruluşa ilişkin ticari ve mali problemler	Kaynak kuruluşa ilişkin risk

Kaynak: Yazarlar tarafından oluşturulmuştur.

Sertifika sahiplerine maddi (*tangible*) bir sabit varlığın mülkiyetine ve/veya menfaatine sahip olma hakkı tanıyan sukuk sözleşmeleri, yatırımcılar için daha düşük risk barındırırken; gayri maddi (*intangible*) bir finansal varlıktan faydalanma hakkı tanıyan sukuk sözleşmeleri, yatırımcılar için görece daha yüksek risk barındırmaktadır. Sertifika sahiplerine, ortak mülkiyet hakkı tanıyan sermaye bazlı ve/veya sermaye benzeri sukuk sözleşmeleri ise ihraca konu işletme, girişim ve/veya projenin başarısız olmasından doğacak olan muhtemel zarara sertifika sahipleri, sermaye katılımları nispetince katlanmak zorunda olduklarından dolayı, oldukça yüksek riske sahiptir (Alswaidan vd., 2017; Obaidullah & Khan, 2008). Bu bağlamda, sabit varlıklar üzerinden varlığa-dayalı (*asset backed*) olarak yapılandırılan sukuk ihraçlarında, SILK murabaha sukuku yatırımcılar açısından orta seviyede risk yapısına sahiptir; Golden Belt ve Nakheel tarafından ihraç edilen icâre sukuk, yatırımcılar açısından düşük seviyede risk yapısına sahiptir. Diğer yandan, şirket sermayesine katılım sağlayarak veya sermaye benzeri fon sağlama yöntemiyle ortaklığa dayalı olarak yapılandırılan sukuk ihraçlarında, yatırımcıların sermaye katılımı nispetinde şirketin riskine direkt ortak olmaları nedeniyle; ECP, TID ve Dana Gas tarafından ihraç edilen mudârebe/müşâreke sukuk yapıları yatırımcılar için yüksek risk teşkil etmektedir. Bununla birlikte, yatırım vekâletine dayalı olarak kurgulanan GIA'nın ihraç etmiş olduğu sukuk ve varlık-temelli (*asset-based*) olarak kurgulanan Serba Dinamik'in ihraç etmiş olduğu sukuk yapıları ise yatırımcılar için orta seviyede risk teşkil etmektedir (Tablo 2).

Tablo 2: İncelenen Sukuk Vakalarının Sözleşme Türü, Varlık Yapısı ve Yatırımcı Riski

Kaynak Kuruluş	Sözleşme Türü	Dayanak Varlık	Yapı	Yatırımcı Riski
JCorp*	Murabaha	-	-	-
SILK	Murabaha	Sabit Varlıklar	Varlığa Dayalı	Orta
ECP	Müşâreke	Sermaye Benzeri	Sermaye Bazlı	Yüksek
TID	Müşâreke	Şirket Sermayesi	Sermaye Bazlı	Yüksek
Golden Belt	İcâre	Sabit Varlıklar	Varlığa Dayalı	Düşük
Nakheel	İcâre	Sabit Varlıklar	Varlığa Dayalı	Düşük
Dana Gas	Mudârebe	Şirket Sermayesi	Sermaye Bazlı	Yüksek
GIA	Yatırım Vekâleti	Varlık Yönetimi	Vekâlete Dayalı	Orta
Serba Dinamik	Hibrit (murabaha + yatırım vekâleti)	İşletme Finansmanı	Varlık Temelli	Orta

(*): JCorp tarafından ihraç edilen murabaha sukukun varlık yapısına ilişkin herhangi bir bilgiye ulaşılamamıştır.
Kaynak: Yazarlar tarafından oluşturulmuştur.

Sukuk yatırımcılarına maddi (*tangible*) bir sabit varlığın mülkiyetine ve/veya menfaatine sahip olma hakkı tanıyan sukuk sözleşmeleri, ortak mülkiyet hakkı tanıyan sermaye bazlı sukuk sözleşmelerine göre daha düşük risk seviyesine sahip olsa da sukuk ihracının temerrüde düşmesinin veya temerrüt sonrası yapılandırma sürecinin önündeki en temel etmen kaynak kuruluş riskidir. Dolayısıyla, kaynak kuruluş mali yapısının iç ve/veya dış faktörlerden dolayı olumsuz etkilenmesi, sukuk temerrüdünü belirleyen en önemli risk olarak gösterilebilir. Nitekim icâre sözleşmesine göre mülkiyet hakkı yatırımcılara geçtiğinden dolayı düşük seviyede risk seviyesine sahip olsa da Golden Belt ve Nakheel

tarafından gerçekleştirilen sukuk ihraçlarının temerrüde düşmesinin akabinde, yatırımcılar dayanak varlığa rücu edememiştir. Öte yandan, sermaye bazlı olarak yapılandırılan sukuk ihraçları, yatırımcılar için yüksek risk teşkil etse de şirket faaliyetleri sürdüğü sürece yatırımcıların mülkiyet hakları devam etmektedir. Nitekim ECP, TID ve Dana Gas'ın temerrüde düşmesinin akabinde yatırımcıların hakları devam etmiştir.

Serba Dinamik'in ihraç etmiş olduğu sukuka ilişkin dava süreci devam ettiği için, sukukun itfası henüz gerçekleştirilmemiştir. Bununla birlikte, temerrüde düşen GIA sukuk ihracının, yatırımcıların hakkı saklı tutularak, yeni sukuk ihracıyla (*roll over*) vadesi uzatılmıştır. Öte yandan, Golden Belt ve Nakheel hariç, diğer incelenen sukuk vakalarındaki kaynak kuruluşlar, doğrudan veya dava sonucunda yatırımcılarla uzlaşma sağlayarak yeniden yapılandırma sonrasında temerrüde düşen sukuk ihraçlarının itfalarını gerçekleştirmişlerdir. Golden Belt sukuk ihraç örneğinde, yatırımcıların açmış olduğu davalarda kaynak kuruluşun itirazları Suud mahkemelerince kabul edildiği için sukuk itfası gerçekleştirilememiş, ancak sonrasında, yatırımcıların İngiliz mahkemelerine yapmış olduğu itirazlar sonucunda İngiltere mahkemesi sukuk ihracına aracılık eden PNB Paribas'ı hatalı bulduğundan dolayı aracı kurum yatırımcılara ceza ödeme yükümlülüğüne tabi tutulmuştur. Nakheel sukuk ihracı örneğinde ise garantör olan Dubai World garantörlük yükümlülüğünü yerine getiremese de, Dubai Hükümeti tarafından açıklanan kurtarma paketi kapsamında temerrüde düşen Nakheel sukuk ihracının itfası gerçekleştirilmiştir (Tablo 3).

Tablo 3: İncelenen Sukuk Vakalarına İlişkin Temerrüt Sorununun Çözümü

Kaynak Kuruluş	Yeniden Yapılandırma	Uzlaşma	Dava	Fıkhi Uyum Sorunu	İtfa Durumu
Jcorp	Yeni İslami finansal enstürman kullanılmıştır.	+	-	-	Tamamlandı
SILK	Mudaraba sukuka dönüştürülmüştür.	+	-	-	Tamamlandı
ECP	Yatırımcıların şirket üzerindeki sınırlı mülkiyet hakkı devam etmiştir.	+	+	-	Tamamlandı
TID	Dolaşımdaki sukuk vadesi uzatılmıştır.	+	-	-	Tamamlandı
Golden Belt	-	-	+	-	Tamamlanmadı
Nakheel	-	-	-	-	Tamamlandı
Dana Gas	Yeni sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir. Dolaşımdaki sukuk vadesi uzatılmış ve getiri oranı güncellenmiştir.	+	+	+	Tamamlandı
GIA	Yeni sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir.	+	+	-	Tamamlanmadı
Serba Dinamik	-	-	Devam Ediyor	-	Tamamlanmadı

Kaynak: Yazarlar tarafından oluşturulmuştur.

İncelenen sukuk vakalarına ilişkin temerrüt sorunlarının çözümünde, Dana Gas sukuk örneği haricinde fikhî uyum sorunuyla karşılaşılmamıştır. Dana Gas, ihraç etmiş olduğu sukukun İslami finans prensiplerine uygun olmadığını öne sürmüş ve sukuk yatırımcılarına haklarını ödemeyi reddetmiştir. Sukuka ilişkin sözleşmelerin içerisinde yer alan satın alma taahhüdü anlaşması, fikhî açıdan uygun olmadığından, BAE yasalarına göre geçersiz sayılmış ve dava İngiliz mahkemelerine taşınmıştır.

5.Sonuç

Sermaye piyasalarında işlem gören diğer menkul kıymetlere nazaran henüz yeni bir enstrüman olması nedeniyle sukuka ilişkin temerrüt örneği çok fazla değildir. Ancak, 2008 Küresel Finans Krizi ve 2019'da ortaya çıkan Covid-19 salgını sonrası küresel düzeyde yaşanan ekonomik kriz başta olmak üzere çeşitli saiklerle, sukuk ihracından fon toplayan şirketlerin (*kaynak kuruluşların*) mali durumu ve/veya ticari faaliyetlerinin olumsuz etkilenmesi sonucunda farklı temerrüt vakaları ortaya çıkmıştır. Henüz gelişmekte olan sukuk piyasasına ilişkin algı ve farkındalığın düşük olmasından öte, gelecekte ortaya çıkabilecek ekonomik ve/veya finansal kriz durumlarında sukuk piyasasına ilişkin güvenin zedelenmemesi için çeşitli tedbirler alınması gerekmektedir. Bu amaçla, sukuka ilişkin temel riskler ele alınarak, ilk temerrüt vakasının ortaya çıkığı 2002 yılından bu yana temerrüde düşen dokuz farklı sukuk vaka örneğinin, temerrüde düşme sebepleri ve temerrüt sonrası çözüm sürecinde izlenen adımlar incelenmiş ve analiz edilmiştir.

Sukuk ihracının arkasında dayanak bir varlık bulunsa da çeşitli finansal riskler barındırmaktadır. Bu bağlamda, sukuk da kaynak kuruluş, yatırımcı ve piyasa yapısından kaynaklanan riskler gibi konvansiyonel finansal sistemdeki mevcut menkul kıymetlerin sahip olduğu risklerin yanı sıra İslami finans esasları doğrultusunda fikhî uyum sorunu, bazı ülkelerdeki hukuki altyapının yetersiz olması ve sukuk sözleşmelerine ilişkin yapısal riskler gibi ilave risklere maruz kalmaktadır.

İncelenen sukuk örneklerindeki temerrüt vakaları, kaynak kuruluşların mali ve/veya ticari faaliyetlerinden kaynaklı problemler nedeniyle, sukuk yatırımcılarına olan yükümlülüklerini tam olarak karşılayamaması ya da zamanında karşılayamaması durumunda ortaya çıkmıştır. Sukuk yatırımcıları, sukuk ihracına dayanak teşkil eden varlıklar üzerindeki haklarına tam anlamıyla rücu edememiş; temerrüt sorunu, uzlaşma ve/veya dava sonucunda yeniden yapılanma süreçleriyle çözülmüştür. Temerrüt süreçlerinin çözümüne ilişkin dava süreçleri incelendiğinde, sukukun yapılandırılmasındaki en önemli hususun kaynak kuruluş ile yatırımcılar arasında yapılan sözleşmelerin niteliği olduğu ortaya çıkmıştır. Nitekim ECP ve Dana Gas vaka örnekleri başta olmak üzere kaynak kuruluş ve yatırımcılar arasında çeşitli hukuki anlaşmazlıklar vuku bulmuştur. Dana Gas vaka incelemesinde çıkan önemli bir diğer sonuç ise ihraç edilen sukuk yapısının İslami finans esaslarına uyum noktasındaki belirsizliktir. Bu sebeple, fikhî uyum hususunun getirdiği gereksinimlerin sözleşmelere daha açık ve şeffaf bir şekilde eklenmesi gerekmektedir.

Sonuç olarak, temerrüt çözüm süreçlerinde atılan adımlar sukuk yatırımcılarının hakkının korunması için önemli bir rol oynarken; uluslararası alanda kabul görmüş yasal altyapının oluşturulması ve destekleyici mekanizmaların geliştirilmesi sukukun piyasasının gelişimi için önem arz etmektedir. Bu minvalde, İslami finans esaslarına ilişkin standartların gerek yerel gerekse uluslararası hukuki zeminde tanınması ve kredi derecelendirme notunun yanı sıra İslami finans esaslarına ilişkin derecelendirme

mekanizmasının geliştirilerek sukuka ilişkin risklerin şeffaf bir şekilde tanımlanması, sukukun küresel piyasalarda daha fazla yer bulmasına olanak sağlayacaktır.

Kaynakça

AAOIFI. (2015). *Faizsiz Finans Standartları*. TKBB Yayınları.

Ahmed, M. (2015). Islamic Project Finance: A Case Study of the East Cameron Project. *The Journal of Structured Finance*, 20(4), 120–135. <https://doi.org/10.3905/jsf.2015.20.4.120>

Aktepe, İ. E. (2013). *Sorularla Katılım Bankacılığı*. TKBB Yayınları.

Al Ali, S. (2019). *Raising Capital on Sukuk Markets: Structural, Legal and Regulatory Issues*. Palgrave Macmillan. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-14536-1>

Al Amine, M. A.-B. M. (2012). *Global Sukuk and Islamic Securitization Market: Financial Engineering and Product Innovation* (E. Cotran, M. Hoyle, & M. Lau (ed.)). BRILL.

Al Mahmoud, H., Bakhsh, M., & Aref, S. (2017). *Sukuk defaults – Country wise analysis*. Islamic Finance Expert. Erişim: 22.01.2024, <https://ifinanceexpert.wordpress.com/2017/08/17/sukuk-defaults-country-wise-analysis/>

Al Sayed, O. (2013). Sukuk Risk: Analysis and Manage. *European Journal of Applied Social Sciences Research*, 1(3), 67–76. https://www.researchgate.net/publication/285925521_Sukuk_Risk_Analysis_and_Management

Al Sayegh, H., & Torchia, A. (2016). Dubai's Nakheel says has finished \$16 billion recovery from crisis. *Reuters*. Erişim: 22.01.2024, <https://www.reuters.com/article/nakheel-develop-restructuring-idIND5N17S01H/>

Alam, N., Bhatti, M., & Wong, J. T. F. (2018). Assessing Sukuk Defaults Using Value-at-Risk Techniques. *Managerial Finance*, 44(6), 665–687. <https://doi.org/10.1108/MF-05-2018-0218>

Aldred, S., Yuniarni, S., & Wee, R. (2022). *Garuda CEO Says 19% Recovery Rate for \$500M Sukuks Due 2023, Lessors, Carrier Plans to Cut Fleet to 66 Aircraft; Certain Lessors Place Claims in PKPU as Company Proposes New Agreements to Overwrite Existing Contracts for Lessors to Enter UK Scheme of Arra*. Reorg. Erişim: 22.01.2024, <https://reorg.com/garuda-sukuks-due-2023/>

Alfan, E. (2012). Public-Private Partnership (PPP) Projects for Malaysian Tolled Highways - An Insight Using A Political Economy Approach. *Journal of Accounting Perspectives*, 5(1), 59–74. <https://doi.org/10.22452/AJAP.vol5no1.5>

Alswaidan, M. W., Daynes, A., & Pasgas, P. (2017). Understanding and Evaluation of Risk in Sukuk Structures. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 8(4), 389–405. <https://doi.org/10.1108/JIABR-05-2015-0021>

- Archer, S., & Abdel Karim, R. A. (2018). *Islamic Capital Markets and Products*. John Wiley & Sons.
- Bacha, O. I., & Mirakhor, A. (2013). *Islamic Capital Markets: A Comparative Approach*. John Wiley & Sons.
- Barbuscia, D. (2017). UAE's Dana Gas leaves maturing sukuk unpaid but no default declared. *Reuters*. Erişim: 23.01.2024, <https://www.reuters.com/article/dana-gas-sukuk-idUSL8N1N60IT>
- Barbuscia, D., & Torchia, A. (2017). UK court finds for Dana Gas creditors in \$700 million Islamic bond case. *Reuters*. Erişim: 23.01.2024, <https://www.reuters.com/article/uk-dana-gas-sukuk-idUK-KBN1DH1BY>
- Bayındır, S. (2015). *Fıkhi ve İktisadi Açından İslami Finans - II (Para ve Sermaye Piyasaları)*. Süleymaniye Vakfı Yayınları.
- Brier, J. (2018). *Bank held to owe duty of care to secondary market bondholders in "Golden Belt" Islamic bond case*. Essex Court Chambers. Erişim: 16.01.2024, <https://essexcourt.com/wp-content/uploads/2018/05/Golden-Belt.pdf>
- Busari, S. A. (2019). Juristic Analysis of Sukuk Default: East Cameron Gas United States of America. *Al-Hikmah: International Journal of Islamic Studies and Human Sciences*, 2(1), 109–127. <https://doi.org/10.46722/hikmah.v2i1.12>
- Busari, S. A., AbdulAziz, A., Zakariyah, L., & Muhammad, A. (2019). Dana Gas Sukuk default: a juristic analysis of court judgement. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 12(4), 569–585. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-01-2019-0033>
- CBFO. (2022). *Katılım Finans Strateji Belgesi: Bütüncül Dönüşüm (2022-2025)*. T.C. Cumhurbaşkanlığı Finans Ofisi. Erişim: 26.11.2023, <https://www.cbfo.gov.tr/sites/default/files/2022-10/cumhurbaşkanligi-finans-ofisi-katilim-finans-strateji-belgesi.pdf>
- Dana Gas. (2019). *Dana Gas bought back \$133 million Sukuk and seeks approval at General Meeting for a 5.5 fils dividend and Shares buyback program*. Dana Gas. Erişim: 19.01.2024, Erişim: 25.12.2023, <https://www.danagas.com/wp-content/uploads/2019/06/20190314-Sukuk-buy-back-complete-including-SBB-and-Dividend-En.pdf>
- El Gamal, R. (2009). Kuwait's Dar Defaults on \$100 mln Sukuk. *Reuters*. Erişim: 20.12.2023, <https://www.reuters.com/article/dar-sukuk-idUSLC28153620090512>
- Essayem, A., & Özdemir, M. (2021). Sukuk Piyasasında Çözümü Güç Bir Mesele: Dana Gas Sukuk. İçinde *Finansal Vaka Analizleri: Vakalarla Bankacılık* (ss. 249–269). Nobel Akademik Yayıncılık.
- Fitch Ratings. (2019a). *Fitch Assigns Serba Dinamik's USD200m Sukuk Final "BB-" Rating*. Erişim: 26.01.2024, <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/fitch-assigns-serba-dinamik-usd200m-sukuk-final-bb-rating-23-12-2019>
- Fitch Ratings. (2019b). *Fitch Assigns Serba Dinamik's USD300 Million Sukuk Final "BB-" Rating*. Erişim: 26.01.2024, <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/fitch-assigns-serba-dinamik-usd300-million-sukuk-final-bb-rating-09-05-2019>

GIA. (2021). *About Garuda Indonesia*. Garuda Indonesia. Erişim: 24.01.2024, <https://www.garuda-indonesia.com/other-countries/en/corporate-partners/company-profile/about/index>

GIA. (2022). *Annual Report*. Garuda Indonesia. Erişim: 24.01.2024, <https://www.garuda-indonesia.com/content/dam/garuda/hubungan-investor/20230612 AR GARUDA 2022 - FULL.pdf>

Goni, A. (2017). UAE: Young, Yet Growing Islamic Capital Markets. İçinde *Islamic Commercial Law Report 2017* (ss. 114–116). ISRA & Thomson Reuters. Erişim: 03.02.2024, <https://ceif.iba.edu.pk/pdf/ThomsonReuters-IslamicCommercialLawReport2017.pdf>

Haider, J., & Azhar, M. (2010). *Islamic Capital Market: Sukuk and Its Risk Management in the Current Scenerio*. Schoold of Business, UMEA University.

Hall, C. (2012). UAE's first sukuk restructuring forecast. *Financial Times*. Erişim: 27.01.2024, <https://www.ft.com/content/88633a8c-9f48-11e1-a455-00144feabdc0>

Hall, C. (2013). The Investment Dar: Creditors stand by for “problem child” paymetn. *Financial Times*. Erişim: 27.01.2024, <https://www.ft.com/content/dec383a6-a80b-11e2-b031-00144feabdc0>

Haroon, O., Meenai, S. F., & Rizvi, A. R. (2020). Dana Gas: The Sukuk Dispute. *Asian Journal of Management Cases*, 17, 42–54. <https://doi.org/10.1177/0972820119884395>

Hasan, R., Ahmad, A. U. F., & Parveen, T. (2019). Sukuk Risks - A Structured Review of Theoretical Research. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 10(1), 35–49. <https://doi.org/10.1108/JIABR-06-2015-0026>

Huntriss, F., & Kelley, M. (2018). Golden Belt 1 Sukuk Co BSC(c) v BNP Paribas: A Golden Opportunity for Secondary Purchasers of Debt? Ramifications for the Secondary Debt Market and Arrangements of Capital Market Transactions. *Journal of International Banking Law and Regulations*, 6, 213–216. <https://www.bsflp.com/images/content/3/2/v6/3202/A-Golden-Opportunity-for-Secondary-Purchasers-of-Debt-JIBLR.pdf>

IFF. (2020). *Sukuk That Went Bust*. Islamic Finance Foundation. Erişim: 22.01.2024, <https://www.islamicfinance.com/2020/08/sukuk-went-bust/#/?playlistId=0&videoId=0>

IFN. (2007). SunInfra Awaiting Approval. *Islamic Finance News*. Erişim: 19.01.2024, <https://islamicfinancenews.com/sites/default/files/newsletters/v4i48.pdf>

IFN. (2018). *Dana Gas reaches agreement*. Islamic Finance News. Dana Gas reaches agreement

IFSB. (2009). *IFSB Standard 7: Capital Adequacy Requirements for Sukuk, Securitisations and Real Estate Investments*. Islamic Financial Services Board. <https://www.ifsb.org/published.php>

IFSB. (2017). *IFSB Standard 19: Guiding Principles on Disclosure Requirements for Islamic Capital Market Products (Sukûk and Islamic Collective Investment Schemes)*. Islamic Financial Services Board. <https://www.ifsb.org/published.php>

IFSB. (2022). *Islamic Financial Services Industry Stability Report 2022*. Islamic Financial Services Board. <https://www.ifsb.org/sec03.php>

IIFA. (1988). *Resolution No. 30 (5/4) Muqāradah and Investment Certificates*. The Council of the International Islamic Fiqh Academy of the Organization of the Islamic Conference. <https://iifa-aifi.org/en/1713.html>

IIFM. (2023). *Sukuk Report: A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market*. International Islamic Financial Markets. <https://www.iifm.net/frontend/general-documents/f0a12d4a6880f8e3bc23a23a-03baa8e61693983390.pdf>

InfraPPP. (2014). *Bond holders approve sale of highway concession in Malaysia*. Erişim: 10.01.2024, <https://www.infrappworld.com/news/bond-holders-approve-sale-of-highway-concession-in-malaysia>

Jalil, A. (2021). Default sukuk payment will affect Serba Dinamik's performance. *The Malaysian Reserve*. Erişim: 26.01.2024, <https://themalaysianreserve.com/2021/12/16/default-sukuk-payment-will-affect-serba-dinamik-performance/>

JCorp. (2008). *Annual Report 2008*. Erişim: 18.12.2023, <https://jcorp.com.my/wp-content/uploads/2020/10/annual-2008-1.pdf>

JCorp. (2012). *Annual Report 2012*. Erişim: 18.12.2023, <https://jcorp.com.my/wp-content/uploads/2020/10/2012-EngVer1-1.pdf>

JCorp. (2023). *Where It All Began*. JCorp Journey. Erişim: 18.12.2023, <https://jcorp.com.my/who-we-are-our-history/>

Kamarudin, M. F., Kamaluddin, N., Ab. Manan, S. K., & Mat Ghani, G. (2014). Defaulters profile in Malaysia Sukuk market. *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 277–285. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.06.035>

Karam, S. (2009). Saudi Saad nears debt restructuring. *Reuters*. Erişim: 03.01.2024, <https://www.reuters.com/article/saad-accounts-idUSL714950720090607>

Kazancı, F. (2023). Sukuk Türlerinin İkincil Piyasalarda İşlem Görebilmesi ve Borç Satışı Yasağına Göre Analizi. *Adam Akademi Sosyal Bilimler Dergisi*, 13(2), 331–359. <https://doi.org/10.31679/adamakademi.1019069>

Khan, T., & Ahmed, H. (2001). *Risk Management: An Analysis of Issues in Islamic Financial Industry*. Islamic Research and Training Institute.

Latham & Watkins. (2011). Case Study-East Cameron Partners Sukuk. İçinde *Policy Brief on Corporate Governance for Islamic Banks and Financial Institutions in the Middle East and North Africa Region*. HAWKAMAH Institute for Corporate Governance. Erişim: 14.01.2024, <https://zenodo.org/records/3550938>

Latham & Watkins. (2015). *The Sukuk Handbook: A Guide to Structuring Sukuk*. Latham & Watkins LLP. Erişim: 10.12.2023, <https://www.islamicfinance.com/wp-content/uploads/2015/06/Guide-to-structurings-sukuk-2015.pdf>

Lim, B. S. (2017). Trade Wise: A better chance for SILK this time round. *The Edge Malaysia*. Erişim: 07.01.2024, <https://theedgemalaysia.com/article/trade-wise-better-chance-silk-time-round>

Majid, H. A., Shahimi, S., & Abdullah, M. H. S. B. (2011). Sukuk Defaults and Its Implication: A Case Study of Malaysian Capital Market. *8th International Conference on Islamic Economics and Finance*. <http://conference.qfis.edu.qa>

Marinescu, I. (2012). Where Does the Dirham Stop in a Sukuk Default. *Hasting International and Comparative Law Review*, 35, 451–478.

McMillen, M. J. T. (2016). Critical Factors for Stimulating Private Sector Sukuk Markets. *SSRN*. <https://ssrn.com/abstract=2758297>

McMillen, M. J. T. (2021). Dokuzuncu Bölüm. İçinde *İslami Finansın Küresel Önderleri* (ss. 255–280). Albaraka Yayınları.

Moody's. (2007). *Moody's rates Saad's Sukuk Issuance (P)Baa1*. Moody's Investors Service. Erişim: 16.01.2024, https://www.moody's.com/research/Moodys-rates-Saads-Sukuk-Issuance-PBaa1-Rating-Action--PR_132177

Muhamed, N. A., & Mat Radzi, R. (2011). Implication of Sukuk Structuring: The Comparison on the Structure of Asset Based and Asset Backed Ijarah Sukuk. *2nd International Conference on Business and Economic Research Proceeding*. <https://econpapers.repec.org/RePEc:cms:2icb11:2011-466>

Munthe, B. C., & Suroyo, G. (2021). Airline Garuda Indonesia Defaults on \$500 mln Sukuk. *Reuters*. Erişim: 25.01.2024, [https://www.reuters.com/business/airline-garuda-indonesia-defaults-500-million-sukuk-2021-06-18/#:~:text=JAKARTA%2C%20June%2018%20\(Reuters\),impacted%20by%20the%20coronavirus%20pandemic](https://www.reuters.com/business/airline-garuda-indonesia-defaults-500-million-sukuk-2021-06-18/#:~:text=JAKARTA%2C%20June%2018%20(Reuters),impacted%20by%20the%20coronavirus%20pandemic)

Nair, D., & Abocar, A. (2012). UAE's Dana Gas won't repay bond. *Reuters*. Erişim: 09.01.2024, <https://www.reuters.com/article/us-dana-sukuk-idUSBRE89T10120121030/>

Nanaeva, Z. K. (2010). *How Risk Sukuk Structure Are: Comparative Analysis of Risks Associated with Sukuk and Conventional Bonds*. Finance and Banking, The British University in Dubai. <http://bspace.buid.ac.ae/handle/1234/29>

Obaidullah, M., & Khan, T. (2008). Islamic Microfinance Development: Challenges and Initiatives. *Islamic Research & Training institute Policy Dialogue Paper No. 2*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1506073>

Orhan, Z. H., & Tırman, N. (2021). Türkiye'deki Kira Sertifikası (Sukuk) İhraçlarının Büyüme Üzerindeki Etkisine Dair Ampirik Bir Analiz: 2010-2019. *Sosyoekonomi*, 29(48), 229–247. <https://doi.org/10.17233/sosyoekonomi.2021.02.12>

Othman, Z., & Kamarudzaman, A. K. (2012). The Great Syariah Debate. *RAM Bulletin: Sukuk Focus*.

Pujobroto. (2015). *Garuda Indonesia Prices US\$ 500 Million 5 Year Sukuk Offering With A Coupon of 5.950%*. Garuda Indonesia. Erişim: 24.01.2024, <https://www.garuda-indonesia.com/uk/en/news-and-events/garuda-indonesia-5years-sukuk>

Radzi, R. M., & Shaharuddin, A. (2018). The Idealization of Risk-Profit Sharing in Partnership-Based Sukuk (Islamic Bonds): Why Sukuk Are Experiencing Default? *International Review of Management & Business Research*, 7(3), 633–645. [https://doi.org/10.30543/7-3\(2018\)-1](https://doi.org/10.30543/7-3(2018)-1)

Raza, K. (2007). *Nakheel Pre IPO Sukuk Issue – A Case Study*. Dubai Islamic Bank & Millennium Capital. Erişim: 22.01.2024, <https://www.iefpedia.com/english/wp-content/uploads/2011/02/Nakheel-Pre-IPO-Sukuk-Issue.pdf>

Rosly, S. A., & Sanusi, M. M. (1999). The Application of Bay' Al-'Inah and Bay' Al-Dayn in Malaysian Islamic Bonds: An Islamic Analysis. *International Journal of Islamic Financial Services*, 1(2). <https://iaif.ir/images/khareji/articles/other/59.pdf>

Rusgianto, S., Sridadi, A. R., Aryatie, I. R., & Ahmad, N. (2020). Dispute Resolution in the Restructuring of Defaulted Sukuk: An Emprical Investigation in Malaysia. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 11(11), 617–635. https://www.ijicc.net/images/Vol11Iss11/111126_Rusgianto_2020_E_R.pdf

Salah, O. (2010). Dubai Debt Crisis: A Legal Analysis of the Nakheel Sukuk. *Berkeley Journal of International Law, Publicist (online)*, 4, 19–32. <https://bjil.typepad.com/publicist/2010/02/dubai-debt-crisis-a-legal-analysis-of-the-nakheel-sukuk.html>

Serba Dinamik. (2022). *Integrated Report 2021/2022*. Serba Dinamik. Erişim: 07.02.2024, <https://www.insage.com.my/ir/interactiveAR/SERBADK/interactiveAR2022/>

Serba Dinamik. (2024). *Creditor Engagement Overview*. Erişim: 07.02.2024, <https://www.e-serbadk.com/creditor-engagement-overview/>

Tariq, A. A. (2004). *Managing Financial Risks of Sukuk Structures*. Department of International Banking, Loughborough University. https://d1wqtxts1xzle7.cloudfront.net/30278321/c86-libre.pdf?1390882744=&response-content-disposition=inline%3B+filename%3DManaging_financial_risks_of_sukuk_struct.pdf&Expires=1697466042&Signature=LqpbUftR1~QrN62Ib8vZOZiMi-bwtiDBuje5O2j9MdnoVqPgLdy0dR4cHij

Tariq, A. A., & Dar, H. (2007). Risks of Sukuk Structures: Implications for Resource Mobilization. *Thunderbird International Business Review*, 49(2), 203–223. <https://doi.org/10.1002/tie.20140>

TID. (1996). *Annual Report 1996*. The Investor Dar Company. Erişim: 19.12.2023, http://www.inv-dar.com/upload/1_31Oct2012_96_Complete_782.pdf

Usmani, M. T. (2007). *Sukuk and their Contemporary Applications*. Erişim: 05.12.2023, <https://www.iefpedia.com/english/wp-content/uploads/2009/11/Sukuk-and-their-Contemporary-Applications.pdf>

van Wijnbergen, S., & Zaheer, S. (2013). Sukuk Defaults: On Distress Resolution in Islamic Finance. *Tinbergen Institute Discussion Paper 13-087/VI/DSF57*. [https://doi.org/van Wijnbergen, Sweder and Zaheer, Sajjad, Sukuk Defaults: On Distress Resolution in Islamic Finance \(July 8, 2013\). Tinbergen Institute Discussion Paper 13-087/VI/DSF57, Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2293938 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2293938](https://doi.org/van%20Wijnbergen,%20Sweder%20and%20Zaheer,%20Sajjad,%20Sukuk%20Defaults:%20On%20Distress%20Resolution%20in%20Islamic%20Finance%20(July%208,%202013).%20Tinbergen%20Institute%20Discussion%20Paper%2013-087/VI/DSF57)

Yatim, H. (2022). Court allows HSBC to intervene in Serba Dinamik's debt restructuring scheme. *The Edge Malaysia*. Erişim: 04.02.2024, <https://theedgemaalaysia.com/article/court-allows-hsbc-intervene-serba-dinamiks-debt-restructuring-scheme>

Zada, N., & Muhammad, M. (2018). The Intricacies of Default in Islamic Finance: A Case Study of Dana Gas Sukuk Litigation. *Journal of Islamic Business and Management*, 8(S), 286–292. <https://doi.org/10.26501/jibm/2018.080S-009>

Zakaria, N. B., Md Isa, M. A., & Zainal Abidin, R. A. (2012). The Construct of Sukuk, Rating and Default Risk. *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 65, 662–667. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.11.181>

Zeineldin, H. (2014). *East Cameron Gas Sukuk - A Case Study on Sukuk Default*. Erişim: 16.01.2024, <https://www.sukuk.com/wp-content/uploads/2014/04/East-Camerron-Case-Study.pdf>

Etik Beyan/Ethical Statement

Bu çalışmanın hazırlanma sürecinde bilimsel ve etik ilkelere uyulduğu ve yararlanılan tüm çalışmaların kaynakçada belirtildiği beyan olunur.

It is declared that scientific and ethical principles have been followed while carrying out and writing this study and that all the sources used have been properly cited.

Finansman/Funding

Yazarlar, bu araştırmayı desteklemek için herhangi bir dış fon almadığını kabul ederler.

The authors acknowledge that they received no external funding in support of this research.

Yazar Katkıları/Author Contributions

Çalışmanın Tasarlanması

Conceiving the Study: NT (%50) - İK (%50), Veri toplanması / Data collection: NT (%50) - İK (%50), Veri Analizi / Data Analysis: NT (%50) - İK (%50), Makalenin Yazımı / Writing up: NT (%50) - İK (%50), Makale Gönderimi ve Revizyonu / Submission and Revision: NT (%50) - İK (%50).

Çıkar Çatışması/Competing Interests

Yazarlar, çıkar çatışması olmadığını beyan ederler.

The authors declare that have no competing interests.